

ISSN 1519-4612

Universidade Federal Fluminense

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

UFF/ECONOMIA

Universidade Federal Fluminense

Faculdade de Economia

Campus do Gragoatá, São Domingos, Bloco F, Niterói/RJ

CEP: 24210-201 Tel.: (0xx21) 2629-9692

<http://www.proac.uff.br/econ/>

Editor: Luiz Fernando Cerqueira; lcer@uol.com.br; lfcerqueira@economia.uff.br.

**Sustentabilidade da estrutura de
financiamento em regimes de
crescimento wage-led: o caso da
economia brasileira nos anos 2000**

Felipe Figueiredo Câmara*

**TD 325
Julho/2017**

Resumo

A economia brasileira vem apresentando aumentos paulatinos da parcela dos rendimentos do trabalho na renda nacional e esse aumento esteve acompanhado de um período inicial de crescimento econômico mais acelerado do que o verificado nos anos mais recentes. Assim, este artigo busca analisar como a evolução da estrutura de financiamento e da oferta de crédito contribuíram para sustentação da trajetória de crescimento no país – dado que, em um regime de demanda *wage-led*, o aumento do valor dos novos empréstimos como proporção da renda gerada é necessário para tornar possível uma redistribuição acompanhada de estabilidade nas taxas de crescimento. Esta dinâmica, contudo, tende a aumentar a fragilidade financeira da firma ao longo do tempo, comprometendo o sucesso da estratégia de crescimento via distribuição. E, a este respeito, os dados analisados neste trabalho indicam, justamente, um quadro compatível com a deterioração prevista nas condições de sustentação do crescimento *wage-led*.

Palavras chaves: regime de crescimento *wage-led*, financiamento, instabilidade financeira.

Abstract

Since mid-2000 the share of wages in total income, in Brazil, has been showing an upward trend, which was accompanied, in a first moment, by faster economic growth than that has been recently observed. Thus, this paper aims to analyses in which way the evolution of the credit supply has contributed to sustain the Brazilian growth path – given that to sustain growth rates in a wage-led demand regime it is necessary to increase the share of loan operations as a proportion of total income.. This dynamic, however, tends to increase the financial fragility of the firms over time and to compromise the success of the strategy of inducement to growth via income distribution. Data presented in this paper indicate exactly this, a scenario consistent with the predicted deterioration in the conditions that sustain the wage-led growth.

Keywords: wage-led growth regime, finance, financial instability.

JEL:E12, E25, E44.

1. Introdução

Este trabalho analisa como a evolução das condições de financiamento ao investimento no Brasil nos anos 2000 pode ter colaborado para a manutenção de um bem-sucedido modelo de crescimento via redistribuição até a crise financeira internacional. Especificamente, discute-se como as mudanças em indicadores relacionados à oferta de crédito podem ter contribuído para a sustentação de um modelo de crescimento induzido pela redistribuição funcional em favor dos trabalhadores, nos padrões de um modelo pós-Kaleckiano de crescimento¹.

De acordo com Bhaduri e Marglin (1990), o regime de crescimento *wage-led* será sustentável quando a redução na propensão média a poupar, em função da redistribuição, proporciona um aumento esperado nas receitas, durante o processo de produção e acumulação, que supere o efeito negativo sobre a taxa de lucro esperada causado pela redução nas margens de lucro frente o aumento da parcela salarial, garantindo um nível sustentável de expansão do investimento.

Minsky (1986) descreve, por seu turno, uma economia intrinsecamente instável, em função de um padrão endógeno de mudança nas expectativas relativas ao risco de insolvência. Em linhas gerais, nos períodos de expansão da atividade, as expectativas dos agentes, tomadores e emprestadores, tendem a corroborar posições cada vez mais alavancadas. Entretanto, com o passar do tempo e o aprofundamento de posições endividadas, verifica-se a deterioração da confiança relativa ao cumprimento das obrigações por parte da firma produtiva, cujos lucros serão gerados em um futuro de incerteza fundamental. O resultado é a reversão do ciclo de liquidez com impacto contracionista na economia real.

Ocorre que, em um cenário de crescimento *wage-led*, com reduções paulatinas da parcela dos lucros na renda nacional, o papel das concessões de crédito é crucial para a manutenção dos níveis esperados de receita e para a própria continuidade da dinâmica distributiva. Todavia, o aumento do endividamento pode agravar, ao longo do tempo, a fragilidade financeira da economia e provocar a reversão do ciclo de liquidez, o que por

¹ Determinar empiricamente o perfil do regime de crescimento (ou de demanda) seguido pela economia brasileira foge ao escopo deste trabalho, exercícios desse tipo são encontrados, com o uso de diferentes metodologias, em Bruno (2008), Araújo e Gala (2012), Feijó *et al.* (2015), Jesus *et al.* (2016), entre outros. O que se pretende aqui é discutir a evolução de algumas das condições que viabilizariam (ou não) o sucesso de uma hipotética estratégia de crescimento induzido pela distribuição, diante de um quadro de políticas distributivas “pró-rendimentos do trabalho” como se observou no Brasil no passado recente.

fim, comprometeria a continuidade da estratégia de crescimento induzido pela distribuição.

Assim, a análise empreendida neste trabalho associa a evolução da estrutura de financiamento implícita à trajetória de crescimento *wage-led* à reversão do ciclo Minskyano – quando o componente distributivo corrobora, ou torna mais provável, a tomada de posições mais alavancadas no momento de expansão econômica.

Desde a segunda metade dos anos 2000, a parcela dos rendimentos do trabalho na renda nacional vem apresentando um crescimento contínuo, sem precedentes na história econômica brasileira recente. Até o início da década de 2010, essa redistribuição foi acompanhada de taxas de crescimento indiscutivelmente mais satisfatórias do que o observado em anos anteriores, além disso, a taxa de investimento também apresentou trajetória crescente. Neste ínterim, a estratégia distributiva parece ter sido exitosa no sentido de promover o crescimento, entretanto a desaceleração econômica dos anos mais recentes sugere uma menor efetividade da distribuição observada em promover a expansão da renda.

Deste modo, com o objetivo de discutir os possíveis constrangimentos financeiros à uma hipotética estratégia de crescimento induzido pela distribuição no Brasil, este trabalho apresenta brevemente, na seção 2, um esquema de limitação ao crescimento *wage-led*, baseado no modelo pós-Kaleckiano de regimes de demanda e na hipótese Minskyana de instabilidade financeira. Na seção 3, sob o *framework* teórico que foi desenvolvido, é analisada a evolução dos componentes da demanda agregada frente à distribuição funcional da renda e o comportamento da taxa de lucro, também são reunidos resultados de trabalhos anteriores sobre a estrutura de financiamento da firma produtiva, e, finalmente, são estudados indicadores financeiros e relativos à oferta de crédito bancário. A seção 4, finaliza o trabalho, delineando um quadro geral de evolução das variáveis investigadas e apresentando as considerações finais.

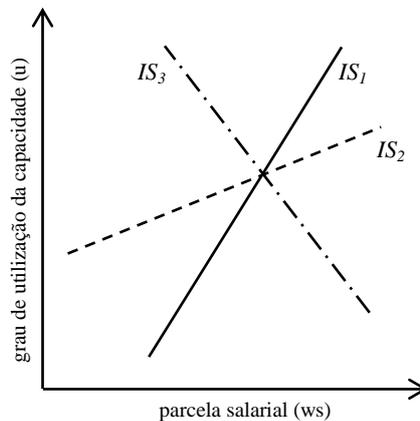
2. (In)Sustentabilidade de uma estratégia de crescimento *wage-led*: o papel do financiamento

No modelo pós-Kaleckiano básico (Bhaduri e Marglin 1990), em uma economia fechada, sem governo e com duas classes de rendimentos: trabalhadores e capitalistas, o crescimento induzido pela demanda pode ser afetado de forma diferenciada pela distribuição funcional da renda. O consumo (poupança) é afetado positivamente

(negativamente) pelo aumento da parcela dos salários na renda porque a propensão a poupar de trabalhadores é menor que a de capitalistas. Por outro lado, o investimento é desestimulado pelo aumento da parcela salarial, que, *ceteris paribus*, implica o aumento do custo unitário do trabalho e a redução da rentabilidade e da capacidade de retenção de lucros pelas empresas.

Assim, quando a poupança planejada é mais sensível à distribuição do que o investimento, o aumento da parcela salarial induz o aumento da demanda agregada, e a economia encontra-se em um regime de demanda *wage-led*. Do contrário, se o investimento for relativamente mais sensível à distribuição, o aumento da parcela salarial provoca a redução da demanda agregada, em um regime de demanda *profit-led*.

Figura 1: Regimes de Demanda



Nota: Plano I-S de equilíbrio entre a poupança planejada e o investimento.

A figura 1 ilustra no *locus* IS os regimes de demanda como descritos por Bhaduri e Marglin (1990). *IS*₃ representa o caso *profit-led*, enquanto *IS*₂e*IS*₁ representam distintos casos *wage-led*: a diferença de inclinação entre as duas curvas está associada à possibilidade de estrangulamentos ao processo de acumulação e à sustentabilidade da trajetória de crescimento induzido pela distribuição.

Seguindo a tradição Keynesiana, as decisões de investimento podem ser entendidas como uma escolha de alocação de portfólio, deste modo, a taxa de lucro é a *Proxy* para a sua atratividade frente aos ativos financeiros. No caso *wage-led* a taxa de lucro é negativamente impactada pela redução das margens de lucro (parcela dos lucros na renda) e positivamente afetada pelo aumento na utilização da capacidade instalada. Assim, Bhaduri e Marglin (1990) identificam duas situações distintas:

- i) No primeiro caso (IS_1), em um arranjo de “capitalismo cooperativo”, a redução das margens de lucro, é compensada pelo aumento da receita de vendas e a taxa de lucro é capaz de induzir uma taxa de acumulação compatível com o crescimento sustentado;
- ii) No segundo caso (IS_2), em um regime de demanda fracamente *wage-led* ou “conflitivo”, o aumento dos salários resulta em *profit squeeze* e, ao longo do tempo, a taxa de crescimento da capacidade produtiva não acompanha o crescimento da força de trabalho. Para Hein (2016), nesse caso, embora o regime de demanda seja *wage-led*, o regime de crescimento é *profit-led*².

A funcionalidade do crédito em promover a sustentabilidade do crescimento *wage-led* é implícita ao argumento de Bhaduri e Marglin (1990): com níveis constantes de taxa de juros e de taxa de amortização³, os lucros retidos são cada vez menores como proporção da renda nacional ao longo da trajetória de crescimento, tornando os planos de produção e de investimento cada vez mais dependentes de novos empréstimos.

Decerto que, dado o nível de produtividade, o crédito criado endogenamente determinará os limites de expansão da utilização da capacidade e do investimento independentemente da natureza do regime de demanda, todavia, para a realização de uma taxa de lucro sustentável do ritmo de crescimento da demanda efetiva e, portanto, as novas concessões de crédito devem ser relativamente maiores em um regime de demanda *wage-led*⁴.

A importância do crédito em proporcionar uma expansão da receita capaz de sustentar o crescimento pode provocar, contudo, o aprofundamento da fragilidade financeira da firma, resultando na ineficácia da estratégia distributiva⁵, uma vez que a capacidade de contratação de fatores é limitada pelo volume de crédito disponível.

² Portanto, no curto prazo, esta idéia de sustentabilidade do crescimento está associada à disponibilidade de fundos. Bhaduri e Marglin (1990) apontam para a viabilidade ao longo do tempo de regimes *profit-led* quando a expansão da utilização da capacidade aumenta a massa de salários ao longo do tempo (“desloca para cima” a restrição orçamentária do trabalhador representativo). No caso *wage-led*, admitindo que o estoque de capital varie mais lentamente que a distribuição, a sustentabilidade do crescimento está associada à expansão da massa de lucros, i.e., à expansão dos lucros retidos.

³ Entenda-se a taxa de amortização como o percentual do lucro reservado à amortização do estoque de dívidas.

⁴ Dado que: $\frac{\Delta(R/K)}{R/K} = \frac{\Delta(R/Y)}{R/Y} + \frac{\Delta(Y/K)}{Y/K}$, se $\left| \frac{\Delta(R/Y)}{R/Y} \right|_{w1} > 0 = \left| \frac{\Delta(R/Y)}{R/Y} \right|_{w1} < 0 \therefore \left| \frac{\Delta(Y/K)}{Y/K} \right|_{w1} < \left| \frac{\Delta(Y/K)}{Y/K} \right|_{w1} \mid \left| \frac{\Delta(R/K)}{R/K} \right|_{w1} = \left| \frac{\Delta(R/K)}{R/K} \right|_{w1}$, onde p indica que o regime de demanda é *profit-led*; $w1$ indica um regime de demanda *wage-led*; R é o lucro macroeconômico; K é o estoque de capital; e Y é a renda nacional.

⁵ Uma estratégia distributiva pode ser entendida como uma trajetória distributiva de aumentos paulatinos da parcela salarial que reflete uma intencionalidade política (em promover o crescimento ou melhorias de indicadores sociais, por ex.).

Ao longo do processo de produção e apropriação da renda, as firmas contratam mão de obra em função da demanda esperada, dado o nível médio de salários⁶, determinando a massa de rendimentos do trabalho e, portanto, a própria distribuição da renda (dada a produtividade dos fatores) – isso significa que, no curto prazo, a distribuição funcional e a demanda esperada são determinadas endogenamente de acordo com as relações funcionais do regime de demanda.

O volume de novas concessões crédito e a demanda esperada também são interdependentes, dado que as firmas produtivas devem lançar mão de alguma combinação de lucros retidos e recursos de terceiros para financiar seus planos operacionais⁷. No caso da economia *wage-led*, um aumento exógeno na taxa de salários será acompanhado do aumento da demanda esperada, este aumento, por sua vez, induz as firmas a tomarem novos empréstimos para contratar a quantidade de mão de obra cuja massa de rendimentos proporcionará o impacto distributivo esperado sobre a demanda.

As equações 1, 2 e 3 representam uma estrutura intertemporal simplificada de: retenção dos lucros (eq. 1); de financiamento da contratação de mão de obra (eq. 2); e da trajetória distributiva ao longo do tempo (eq. 3). Onde R_t são os lucros retidos em t ; Π_t é a massa de lucros; A_t são as amortizações; i_t é a taxa de juros; e B_t é o estoque de dívida, assim, $B_t = B_{t-1} + Cr_t - A_t$; W_t é a massa de salários em t ; w é o salário médio, exogenamente determinado; L_t é a mão de obra contratada; e Cr_t são as novas concessões de crédito, que são função da demanda esperada (Y_e) e demais fatores (z); $ws = wL_t/Y_t$ é a parcela dos salários na renda nacional (Y_t); e $\pi s_t = 1 - ws$ é a parcela dos lucros na renda. Quando $\frac{\Delta Y_t}{Y_t} = \frac{\Delta Y_{t-1}}{Y_{t-1}}$ a trajetória de crescimento é sustentada, i.e., não há retração na taxa de crescimento observada:

$$R_t = \Pi_t - A_t - i_t B_{t-1} \quad (1)$$

$$W_t = wL_t(Y_e) = R_{t-1} + Cr_t(Y_e, z) \quad (2)$$

$$\frac{\Delta ws_t}{ws_t} = ws_t^{-1} \left[\left(\frac{\Pi_{t-1}}{Y_t} \right) \left(\frac{\Delta \pi s_{t-1}}{\pi s_{t-1}} + \frac{\Delta Y_{t-1}}{Y_{t-1}} - \frac{\Delta Y_t}{Y_t} \right) - \Delta \left(\frac{i_{t-1} B_{t-2}}{Y_t} \right) \right] + ws_t^{-1} \left[\Delta \left(\frac{Cr_t}{Y_t} \right) \right] \quad (3)$$

A equação 2 descreve como a massa de salários é determinada no instante t e, supondo custo zero na contratação de demais fatores, descreve o próprio financiamento da produção. Dado o salário médio (w), as firmas contratam determinado volume de mão

⁶ Definido como um *markup* sobre o salário mínimo oficial, por exemplo.

⁷ Por simplicidade, pode se assumir que os recursos de terceiros se limitam aos novos empréstimos.

de obra, L_t , em função da demanda esperada (Y_e). Admite-se sem perda de generalidade, que todo o lucro não utilizado no pagamento de juros no período corrente ($i_t B_{t-1}$) seja reinvestido no período seguinte ($A_t = 0$) e que o volume restante de mão de obra a ser contratada seja limitado pelas novas concessões de crédito.

A equação 3 deriva da equação 2 e apresenta a dinâmica redistributiva do ponto de vista de seu financiamento. O primeiro termo do lado esquerdo descreve a capacidade de financiamento em uma economia sem geração de crédito (em t), onde o aumento da parcela salarial ($\Delta ws_t / ws_t$) é limitado pelos lucros previamente retidos. Nessa situação, dada a produtividade dos fatores em uma trajetória sustentada de crescimento, um aumento na parcela salarial em t só será possível quando ocorrer um aumento da parcela dos lucros em $t-1$ que seja capaz de gerar fundos suficientes para um maior dispêndio com a contratação de mão de obra no período corrente.

Entretanto, se a natureza do regime de demanda não se altera (*wage* para *profit-led* ou vice-versa) de um período para outro, para se verificar taxas sustentadas de crescimento, ou mesmo aumentos de qualquer magnitude no nível do produto por dois períodos subseqüentes, é preciso que o sinal da distribuição seja o mesmo nesses períodos. No caso *wage-led*, $\Delta ws_t / ws_t$ e $\Delta ws_{t-1} / ws_{t-1}$ devem ser maiores que zero, e isso só é possível, de acordo com a equação 3, diante do aumento das operações de crédito como proporção da renda, $\Delta (Cr_t / Y_t) > 0$. Ou seja, uma variação positiva da parcela salarial, de qualquer magnitude, ao longo da trajetória distributiva *wage-led*, exige que a criação de um volume de crédito cada vez maior em termos da renda que de fato será auferida em t .

Por sua vez, o volume de crédito, endogenamente criado, dependerá não somente da expectativa de apropriação da renda (ou da demanda esperada), mas também de fatores z associados, em particular, à capacidade das firmas produtivas honrarem seus compromissos financeiros futuros, o que influenciará a percepção de risco e a preferência pela liquidez de tomadores e de emprestadores.

A possibilidade de aumento da fragilidade financeira nesse esquema está associada, justamente, à estrutura de financiamento que uma trajetória de redução da parcela do lucro macroeconômico pode proporcionar. De acordo com a hipótese Minskyana de instabilidade financeira, ao longo de períodos de expansão econômica, as expectativas de tomadores e emprestadores tendem a corroborar uma estrutura de financiamento cada vez mais próxima do perfil *especulativo* e *ponzi* (Minsky 1986; 1992). Isso significa,

conforme detalhado a seguir, que mesmo com taxas de juros constantes, a parcela do lucro macroeconômico destinada ao pagamento de juros aumenta em detrimento da parcela que é retida pela firma. Assim, a continuidade de uma estratégia distributiva *wage-led* exige uma evolução da estrutura de financiamento potencialmente instável.

Reescrevendo a equação 1 tem-se:

$$r_t = 1 - a_t - i_t \frac{B_{t-1}}{\Pi_t} \quad (1.a)$$

Onde: r_t é a parcela dos lucros totais retidos pela firma; e a_t é a parcela dos lucros reservada à amortização do estoque de dívidas. Se a_t for mantida constante, assim como a taxa de juros ($i_t = \bar{i}$), a variação dos lucros retidos como proporção dos lucros totais será:

$$\frac{\Delta r_t}{r_t} = - \frac{\bar{i} B_{t-1}}{R_t} \left(\frac{\Delta B_{t-1}}{B_{t-1}} - \frac{\Delta \Pi_t}{\Pi_t} \right) \quad (1.b)$$

Para garantir a estabilidade do crescimento em um esquema de capitalismo cooperativo, como propõe Bhaduri e Marglin (1990), pode se assumir que o aumento da parcela salarial provoca um aumento da demanda agregada suficiente para que se verifique um aumento da massa de lucros em t : $\Delta \Pi_t / \Pi_t > 0$. Dado que $\Delta B_t = Cr_t - A_t$ e $B_{t-1} > 0$, então:

$$Se \begin{cases} Cr_{t-1} > A_{t-1} \rightarrow \Delta B_{t-1} > 0 \rightarrow \frac{\Delta B_{t-1}}{B_{t-1}} - \frac{\Delta \Pi_t}{\Pi_t} \leq 0 \\ Cr_{t-1} \leq A_{t-1} \rightarrow \Delta B_{t-1} \leq 0 \rightarrow \frac{\Delta B_{t-1}}{B_{t-1}} - \frac{\Delta \Pi_t}{\Pi_t} < 0 \end{cases} \quad (4)$$

A equação 4 indica que para haver uma redução na parcela dos lucros retida pela firma ($\Delta r_t / r_t > 0$) é condição necessária, mas não suficiente, uma variação positiva no estoque de dívidas, ou seja, as operações de crédito devem exceder as amortizações em $t-1$. Conforme já demonstrado acima, em uma trajetória de crescimento *wage-led* sustentado, as operações de crédito aumentam como proporção da renda ao longo do tempo, $\Delta(Cr_t / Y_t) > 0$, dado que a massa de lucros se reduz como proporção da renda, $\Delta(Cr_t / \Pi_t) > 0$. Portanto, mesmo que as firmas não reduzam a parcela dos lucros que dedicam à amortização de sua dívida ($\Delta a_t \geq 0$)⁸, sua estrutura de financiamento estará cada vez mais dependente do endividamento.

⁸ E a tendência a posições especulativas no momento de expansão econômica (Minsky, 1986) tende a corroborar exatamente o contrário, com redução de a_t .

Hein (2007) recobra o princípio Kaleckiano de risco crescente para associar diretamente os lucros retidos pela firma e o seu acesso ao crédito. Indiretamente, pode-se entender que, ao longo da trajetória distributiva *wage-led*, a redução paulatina dos lucros retidos, acompanhada de aumento do endividamento, aumentaria a razão dívidas/capital próprio e o risco de insolvência. Este aumento do risco percebido estaria associado, por seu turno, a um ritmo de redução da preferência pela liquidez dos bancos mais lentos do que seria o suficiente para garantir uma oferta de crédito capaz de sustentar a trajetória de crescimento induzida pela distribuição⁹.

O comportamento não-acomodatício dos bancos comerciais se traduz em uma combinação de algum grau de aumento da taxa de juros dos empréstimos e/ou de restrição do volume de crédito ofertado. Como forma de garantir sua própria estabilidade financeira, os bancos podem simplesmente não ofertar crédito a tomadores potencialmente insolventes, mesmo que estes estejam dispostos a pagar a taxa de juros de mercado (Lavoie 1996, Ramskogler 2011). Por outro lado, se o aumento da demanda por crédito das firmas produtivas não for acompanhado de uma maior disposição do setor bancário em ofertar novos empréstimos, a taxa de juros cobrada irá aumentar (Keynes 1937). Wray (2007), sugere que a percepção de aumento do risco de insolvência dos tomadores seria uma das razões para os bancos exigirem maiores taxas, dado o grau de preferência pela liquidez¹⁰.

Diante da contração do mercado de crédito, a distribuição da renda é comprometida pela redução do financiamento com fontes externas e, assim, o aumento esperado do consumo tende a recuar. A economia se torna tão menos *wage-led* quanto maior for o recuo na demanda esperada. O choque distributivo menos pronunciado está associado à piora nas expectativas de apropriação de rendas futuras e tende a desestimular o investimento produtivo, reduzindo a taxa de lucro esperada e deteriorando as condições de refinanciamento, em face do aumento do risco percebido pelos emprestadores. No esquema teórico Minskyano, “*because investment today validates the decisions*

⁹ Os próprios tomadores de empréstimos se tornariam relutantes em assumir posições mais alavancadas, devido ao risco de falência, o que pode ser entendido como um aumento generalizado da incerteza e da preferência pela liquidez.

¹⁰ As razões para a deterioração nas condições na oferta de crédito expostas aqui estão associadas à hipótese de aumento da percepção de risco associada, particularmente, à trajetória de redução dos lucros retidos e aumento do endividamento das firmas produtivas. No entanto, independentemente do perfil da estratégia distributiva, nos períodos de expansão do ciclo Minskyano, o aumento da taxa de juros dos empréstimos estará associado ao aumento do grau de alavancagem (e, portanto, do risco) dos tomadores, mas também dos bancos, o que é compatível com uma curva de oferta de crédito positivamente inclinada ou com deslocamentos intertemporais de uma curva horizontalista (Wray 2007).

undertaken “yesterday”, expectations about “tomorrow” affect ability to meet commitments that were made when financing the existing capital assets” (Papadimitriou e Wray 2008, xvi).

Em resumo, um modelo de crescimento induzido pelo aumento da parcela salarial pode ser limitado pela evolução da estrutura de financiamento que proporciona, uma reestruturação que inviabiliza a própria continuidade da estratégia distributiva acompanhada de taxas sustentadas de crescimento. Este resultado que aqui se propõe se torna mais provável, sem dúvidas, em face da aceitação da hipótese Minskyana de instabilidade financeira, cuja validade é questionada por Lavoie (1996):

“When investment increases, *profits increase as well*, unless other elements induce reduce profits [...]. Assuming away these external factors, the realized leverage ratio is just as likely to fall, although entrepreneurs and their bankers are willing to increase the debt ratio” (*ibid*, 286, grifo nosso)

O argumento deste trabalho é que o aumento paulatino da parcela dos salários na renda pode ser entendido como o “outro elemento” que pressiona a redução dos lucros – ao menos como proporção da renda gerada. A estrutura de financiamento do crescimento *wage-led* torna o valor dos novos empréstimos cada vez maior em relação à renda (e à parcela dos lucros na renda) que se espera auferir em um futuro de incerteza fundamental. A proposição que se realiza aqui é que o componente distributivo corrobora, ou torna mais provável, *ceteris paribus*, a reversão do ciclo de crédito como previsto por Minsky (1986), por reforçar os efeitos da “tendência psicológica” dos agentes à validação de posições mais endividadas no momento de expansão econômica. Ao explicitar a evolução da estrutura de financiamento em uma estratégia de crescimento *wage-led*, este trabalho demonstra que, embora o aumento do lucro macroeconômico seja condição necessária para a sustentabilidade do processo de acumulação, conforme Bhaduri e Marglin (1990)¹¹, a sua recomposição, com o aumento mais que proporcional nos novos empréstimos e, portanto, na parcela dos lucros destinada ao pagamento de juros, é um gerador intrínseco de instabilidade. Essa transferência do lucro da esfera produtiva para a esfera financeira aumenta a exposição ao risco da firma produtiva, o que acabaria por resultar na não sustentabilidade da estratégia de crescimento induzido pela distribuição.

¹¹ No curto prazo, a variação na razão entre o estoque de capital e o produto potencial é mais lenta que a variação na distribuição da renda e na utilização da capacidade (Uemura 2000), assim, o aumento da massa de lucro pode ser entendido como aumento da própria taxa de lucro.

3. A estratégia *wage-led* brasileira recente

A partir da segunda metade dos anos 2000, verificou-se no Brasil uma paulatina redistribuição funcional em favor dos rendimentos do trabalho – a política recente de valorização do salário mínimo, o aprofundamento de programas assistenciais focalizados e a redução das taxas de desemprego ajudam a compreender a trajetória crescente da parcela salarial na renda nacional. Ao mesmo tempo, o país registrou taxas de crescimento superiores ao verificado na década anterior, o consumo agregado e a formação bruta de capital fixo também apresentaram trajetórias crescentes no período, embora este último tenha apresentado evolução errática ao longo do tempo.

A suposição de relação de causa-efeito entre as políticas distributivas e o desempenho macroeconômico recentes se tornou subsídio para a defesa da tese de que o país seguiu nos últimos anos uma estratégia de desenvolvimento compatível com a idéia de capitalismo cooperativo. Denominada “social-desenvolvimentista”, a estratégia de crescimento poderia ser sintetizada na ampliação e generalização do consumo de massas fundada na redistribuição progressiva de renda (Carneiro 2012)¹².

Nos anos mais recentes, entretanto, a continuidade da redistribuição em favor de salários vem acompanhando menores taxas de crescimento. Assim, esta seção investiga a evolução de alguns indicadores relativos ao financiamento da firma produtiva e do mercado de crédito, com o objetivo de entender o quão funcional foi a evolução das condições de financiamento à manutenção de uma hipotética estratégia de crescimento induzido pela redistribuição.

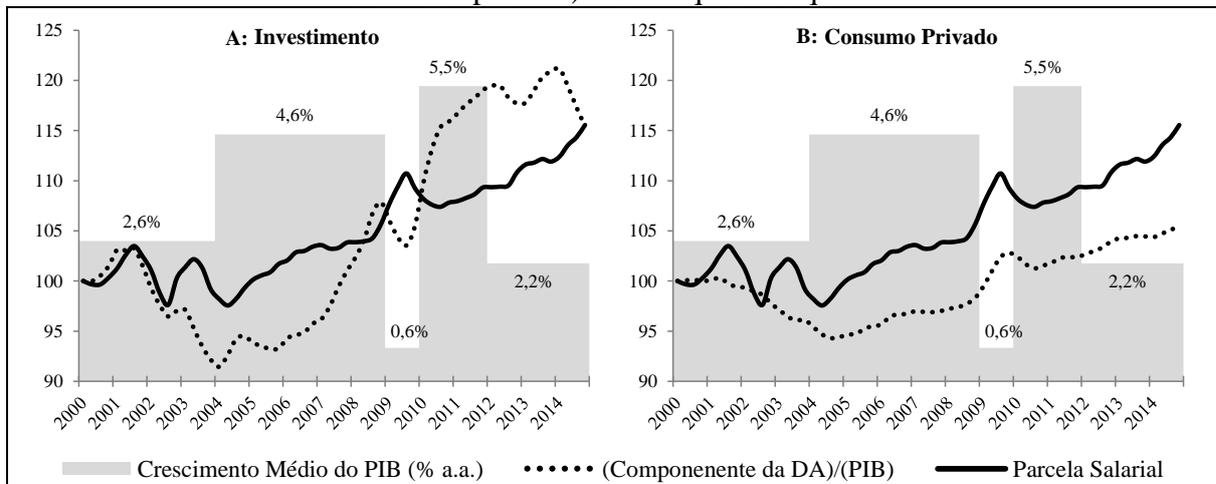
3.1. Crescimento do PIB, distribuição e evolução dos componentes da demanda agregada

O gráfico 1 indica que as maiores taxas de crescimento do PIB, verificadas a partir da metade dos anos 2000 até os primeiros anos da década de 2010, foram acompanhadas

¹² Vide, entre outros, Bastos (2012), Carneiro (2012) e Bielschowsky (2012) para uma abordagem mais detalhada da proposta social-desenvolvimentista, cujo escopo transcende a simples relação entre distribuição funcional e a expansão do consumo como variável indutora do crescimento. Neste modelo a equidade social é um objetivo fim e não somente um meio para a expansão do produto. O modelo propõe uma reestruturação produtiva da economia brasileira, onde o estado cumpre papel central, atuando diretamente como empreendedor ou na provisão de crédito ao investimento. Sobre esse framework, também se entende como crucial a expansão do setor primário-exportador, que permitiria, em um primeiro momento, e complementarmente, em um segundo estágio, o equilíbrio das contas externas proporcionado pelo adensamento das cadeias produtivas, induzido pelo investimento em um regime de demanda *wage-led*.

do aumento expressivo da participação dos rendimentos do trabalho na renda nacional: evidência que corrobora a hipótese de que a estratégia distributiva adotada no país foi funcional ao crescimento. Essa relação não se verificou em 2009 quando os dados indicam os reflexos da crise financeira global sobre a taxa de crescimento e sobre os lucros (a parcela salarial “salta” naquele ano), e entre 2012 e 2014 a taxa média de crescimento atingiu valores menores que os verificados no início da série em uma trajetória que culminou na crise econômica recente.

Gráfico 1: Participação dos componentes da demanda agregada no PIB (investimento e consumo privado) – 2000.q1-2014.q4



Nota: Média Móvel de 4 trimestres – base 1º tri de 2000 = 100

Fontes: Os dados do PIB e dos componentes da demanda agregada são das Contas Nacionais Trimestrais IBGE (2016) e parcela salarial (rendimentos do trabalho/valor adicionado) foi inferida a partir de dados da Pesquisa Mensal de Emprego (IBGE 2016), das Contas Nacionais Anuais (IBGE 2016) e das Contas Nacionais Trimestrais (IBGE 2016).

A relação entre distribuição e crescimento observada anteriormente à crise econômica atual coaduna com a relação *wage-led* cooperativa que supõe o arcabouço social-desenvolvimentista. E, as trajetórias das participações do investimento (gráfico 1A) e do consumo (gráfico 1B) no PIB corroboram o comportamento previsto por Bhaduri e Marglin (1990) em regimes *wage-led* sustentados. O comportamento do investimento e da taxa de lucro, em particular, indica que a distribuição não esteve associada com um quadro de *profit squeeze*.

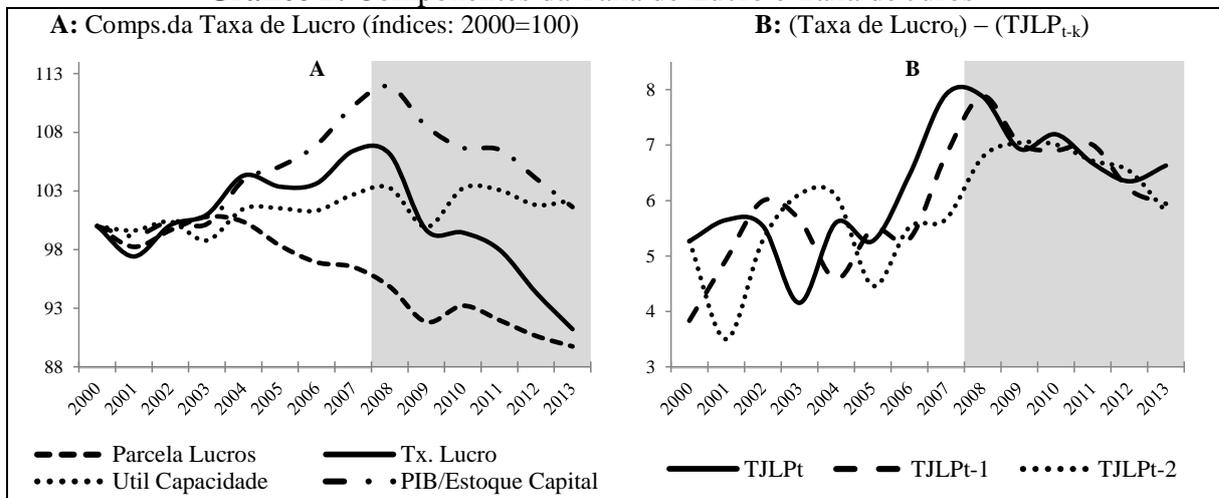
Ao longo do tempo, os aumentos da participação do consumo no PIB estiveram acompanhados de aumentos na parcela salarial, em acordo com a hipótese de diferenciais nas propensões a poupar de capitalistas e trabalhadores. A taxa de investimento, por sua vez, variou sensivelmente em sentido contrário às variações de curto prazo da parcela salarial – tendencialmente, contudo, verificou-se um aumento da

participação do investimento no PIB que acompanhou o aumento da parcela salarial. Esse quadro indica que em prazo mais dilatado, o impacto negativo da redução das margens de lucro sobre o processo de acumulação foi compensado pelo aumento das receitas de venda.

A evolução da taxa de lucro (gráfico 2A) confirma essa percepção. Até o final da década de 2000, durante o período de expansão das taxas de crescimento, a trajetória da taxa de lucro macroeconômico apresentou não só um aumento, mas também, um descolamento em relação à trajetória da parcela dos lucros na renda, exibindo uma maior aderência à trajetória da utilização da capacidade instalada.

A partir do início da década de 2010, entretanto, os lucros reais entraram em uma trajetória descendente com maior aderência à trajetória da parcela dos lucros na renda, indicando a reversão do quadro de sustentação do crescimento *wage-led*. O aumento observado na parcela salarial não esteve mais acompanhado de um ritmo de expansão da utilização da capacidade capaz de manter um “efeito-receita” sobre os lucros na mesma magnitude observada nos anos anteriores.

Gráfico 2: Componentes da Taxa de Lucro e Taxa de Juros



Fontes: A taxa de lucro foi calculada multiplicando a razão entre estoque de capital e o PIB a preços constantes de Feenstra *et al.* (2015) pela parcela dos lucros na renda do IBGE. A parcela dos lucros foi calculada como a razão entre o excedente operacional bruto e a soma dos rendimentos do trabalho, rendimentos mistos e do próprio excedente operacional bruto das Contas Nacionais Anuais a preços correntes (IBGE 2016). O dado de nível de utilização da capacidade refere-se ao setor industrial (CNI 2016). A razão PIB/estoque de capital é de Feenstra *et al.* (2015). O dado da Taxa de Juros de Longo Prazo é de BCB (2016a) deflacionado com o deflator da taxa de lucro.

O gráfico 2 mostra ainda que o diferencial entre a taxa de lucro e a taxa de juros de longo prazo se reduziu, ou seja, o custo relativo do financiamento de longo prazo frente à rentabilidade do investimento produtivo caiu – um cenário de desestímulo à

acumulação que precede o ápice da crise brasileira recente. O diferencial entre a taxa de lucros e a taxa de juros referencial, que é *proxy* para a rentabilidade dos ativos financeiros, também caiu, o que, por sua vez, sinaliza uma menor atratividade do investimento produtivo sob a ótica da composição de portfólios.

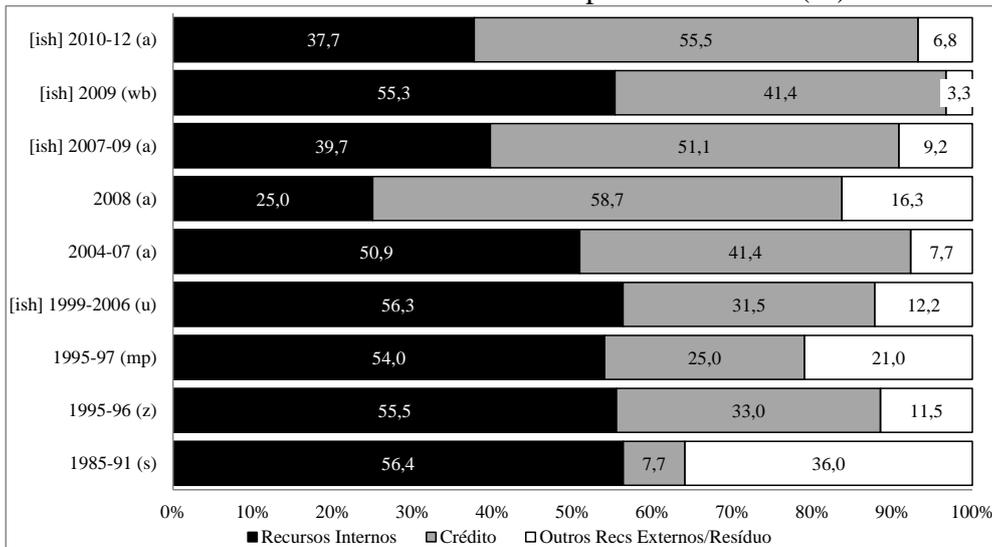
No cenário de desaceleração da atividade, a redução das margens de lucro, acompanhadas deste maior custo do endividamento, pressiona a redução da parcela dos lucros que é retida pelas firmas, diminuindo as suas possibilidades de autofinanciamento. Desta forma, é conveniente investigar como a evolução do mercado de crédito e da estrutura de financiamento pode ter afetado a capacidade de resposta das firmas à demanda esperada, ou mais precisamente, como exposto na seção anterior, a sua própria expectativa de demanda e de taxa de lucro – diante da política distributiva em curso.

3.2. Estrutura de financiamento da firma produtiva

Os lucros retidos têm representado, ao longo do tempo, uma importante fonte de financiamento para as firmas produtivas no Brasil, conforme se depreende da análise do gráfico 3, que traz resultados de diferentes estudos e mostra que, até a metade dos anos 2000, o auto financiamento foi a principal fonte de adiantamentos à operação e ao investimento do setor produtivo no país. A partir daquele período, entretanto, verifica-se uma reconfiguração da estrutura de financiamento, que passou a apresentar uma maior importância dos recursos de terceiros, em particular do endividamento.

No gráfico 3, as séries precedidas de “[*ish*]” dizem respeito às fontes de recursos efetivamente empregadas no financiamento do investimento, as demais séries representam a estrutura patrimonial de financiamento das firmas (recursos não necessariamente alocadas em novos projetos produtivos):

Gráfico 3: Padrão de Financiamento das Empresas no Brasil (%): 1985-2012



Notas: i) Trabalhos: *s* = Singh (1995); *z* = Zonenschain (1998); *mp* = Moreira e Puga (2000); *u* = UNCTAD (2008); *wb* = Word Bank (2009); *ea* = Almeida *et al.* (2013); ii) A série “[ish] 2010-2012 (a)” traz resultados de entrevistas sobre a expectativa de financiamento do investimento futuro.

Fonte: Moreira e Puga (2000): *s*, *z* e *mp*; ¹³ Almeida *et al.* (2013): *u* e *a*; ¹⁴ e Word Bank (2009): *wb*.

Ressalvadas as diferenças metodológicas e amostrais dos trabalhos apresentados no gráfico 3, dois pontos adicionais merecem ser destacados. Em primeiro lugar, observa-se uma recomposição do financiamento com recursos externos à firma, com um aumento da participação do financiamento via crédito¹⁵. Em segundo lugar, há divergência quanto à principal fonte de financiamento do investimento nos resultados dos estudos a partir da segunda metade da década de 2000. Enquanto dados do World Bank (2009) indicam que o autofinanciamento ainda era a principal fonte de recursos das firmas, Almeida *et al.* (2013) apontam para a primazia dos recursos de terceiros e a redução da importância dos lucros retidos.

O indicador das Contas Nacionais para necessidade de financiamento do setor não-financeiro (IBGE 2016) corrobora o resultado de Almeida *et al.* (2013) e reforça a ideia de que a continuidade da trajetória distributiva reduziu a capacidade de

¹³ ZONENSCHAIN, C. N. (1998). Estrutura de capital das empresas no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10: 63-92; SINGH, A. (1995). *Corporate financial patterns in industrializing economies: a comparative international study*. Washington D.C., (IFC Technical Paper, 2).

¹⁴ UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development. (2008). *World investment report 2008*. Geneva: Unctad, 2008.

¹⁵ Almeida *et al.* (2013) alegam que a maior participação encontrada para o modo de financiamento via endividamento em relação ao que se verifica em estudos anteriores pode estar relacionada ao fato de alguns daqueles trabalhos calcularem os “outros recursos externos” por resíduo. Moreira e Puga (2000), por sua vez, apontam para um viés no sentido de maior participação de “outros recursos externos” nos trabalhos de Singh (1995) e Zonenschain (1998) por conta destes últimos utilizarem em suas amostras somente empresas de capital aberto.

autofinanciamento da firma produtiva: em 2004 a necessidade de financiamento era de 7% e chegou a 25% do ativo em 2015 (chegando a mais de 30% em anos anteriores).

Dados de Puga e Nascimento (2008) e levantamentos do CEMEC (2016), por sua vez, se alinham aos resultados do World Bank (2009) e identificam os recursos internos como a principal fonte de financiamento do investimento. Todavia, estes estudos também apontam para o aumento da importância do crédito na estrutura de financiamento do investimento, em particular o endividamento junto ao BNDES¹⁶.

A divergência sobre a principal fonte de recursos na estrutura de financiamento nos estudos citados parece menos relevante para a análise que os seus pontos conciliatórios. É consensual em todos os trabalhos a grande importância do autofinanciamento, o que é compatível com o princípio Kaleckiano de risco crescente¹⁷, além de ir ao encontro da evidência encontrada no resto do mundo¹⁸. Igualmente, há consonância em relação ao aumento da importância do crédito no mesmo período em que se inicia, no país, a trajetória distributiva em favor dos salários. Esta dinâmica vai ao encontro do esquema teórico apresentado na seção anterior, onde os novos empréstimos viabilizam a redistribuição e a expansão da renda em um regime de crescimento *wage-led*.

Os dados referentes à estrutura de financiamento das firmas produtivas se estendem somente a 2012 e não permitem discutir os anos mais recentes de fraco desempenho da economia brasileira, a análise dos indicadores da oferta de crédito e da preferência pela liquidez, contudo, ajudam a lançar luz sobre as relações que se busca discutir nesse trabalho.

3.3. Indicadores da Oferta de Crédito e da Preferência pela Liquidez

A expansão do crédito foi uma característica marcante da trajetória de crescimento brasileira recente, entre 2000 e 2014 o saldo devedor dos agentes privados como proporção do PIB anual cresceu de um patamar de 26% para quase 50%. Nos últimos anos, a elevação contínua do nível de endividamento pode se justificar pelos efeitos da desaceleração econômica no país, enquanto que, no período que precede à crise

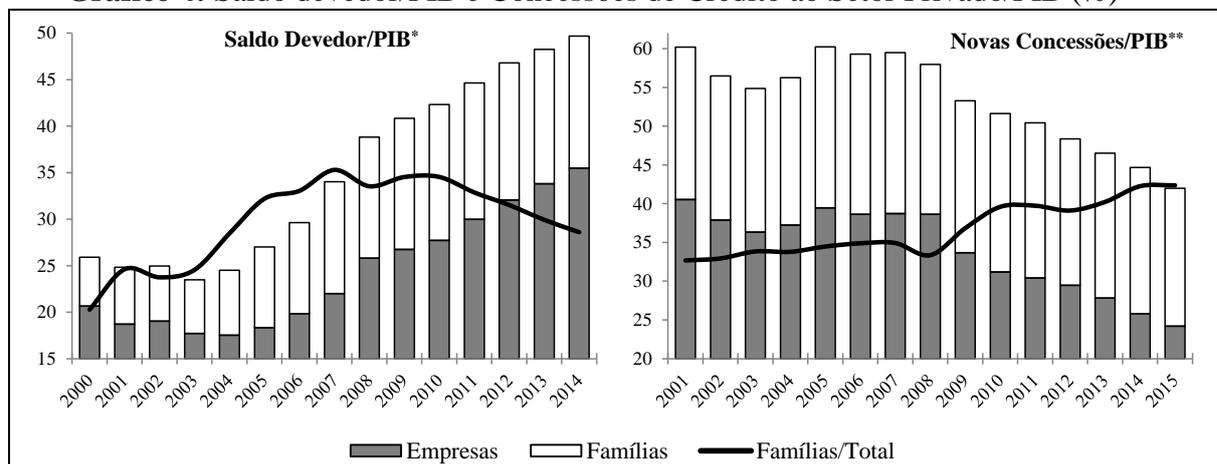
¹⁶ O BNDES é historicamente o principal ator do financiamento de longo prazo no Brasil (Araújo e Moraes 2012) com uma atuação que atenua o contexto de instabilidade financeira ao trazer previsibilidade em relação ao fluxo de recursos dos projetos produtivos. Entretanto este papel estabilizador tem sido limitado uma vez que as fontes de poupança compulsória que financiam o banco aumentaram de forma insuficiente durante o ciclo de expansão do crédito e os aportes do tesouro, utilizados para suprir essa carência, chegaram a patamares questionáveis em termos do custo fiscal que passaram a representar (Costa 2015).

¹⁷ Quanto maior o autofinanciamento, menor é a exposição ao risco associado à inadimplência em capital de terceiros.

¹⁸ Vide UNCTAD (2008) *apud* Almeida *et al.* (2013) e World Bank (2009).

financeira internacional, o aumento dos saldos devedores é atribuído à combinação de três fatores em particular: a redução da taxa referencial de juros; um ambiente macroeconômico estável e favorável ao endividamento; e uma política de incentivo ao crédito ao consumidor (Araújo 2013).

Gráfico 4: Saldo devedor/PIB e Concessões de Crédito ao Setor Privado/PIB (%)



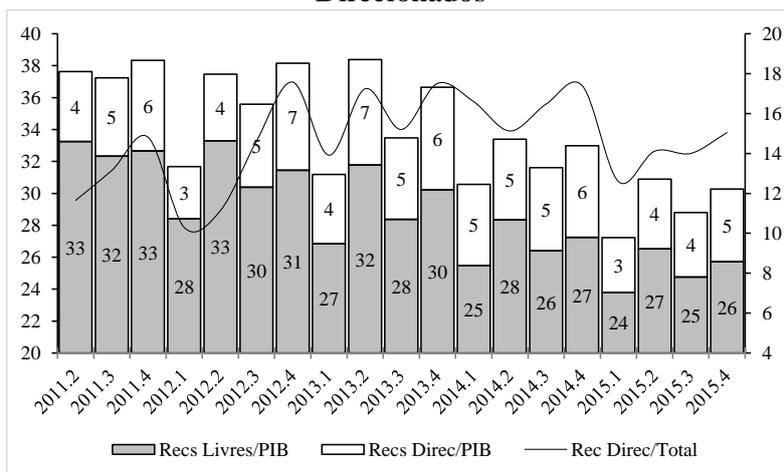
Notas:*Saldo devedor em final de período (dezembro/ano). **Soma das operações de crédito durante o ano por tipo de cliente.

Fontes: BCB (2016a) e Contas Nacionais Anuais (IBGE 2016)

Ao analisar o dado das novas concessões com recursos livres como parcela do PIB, observa-se que após a crise financeira internacional há uma retração na oferta geral de crédito– com destaque para a oferta às empresas que é mais afetada do que a oferta às famílias. Neste tocante, as concessões com recursos direcionados não parecem ter sido suficientes para reverter esta tendência, em primeiro lugar porque, a modalidade de crédito com recursos livres representou em média 87,4% das concessões totais às empresas entre o segundo trimestre de 2011 e o primeiro trimestre de 2016 e, em segundo lugar, porque a participação dos créditos direcionados na oferta global não apresentou qualquer aumento significativo após 2012 (gráfico 5)¹⁹.

¹⁹ A série de concessões direcionadas disponibilizado pelo BCB (2016a) só tem início em 2011.

Gráfico 5: Concessões de Crédito às Empresas/PIB (%) – Recursos Livres e Direcionados

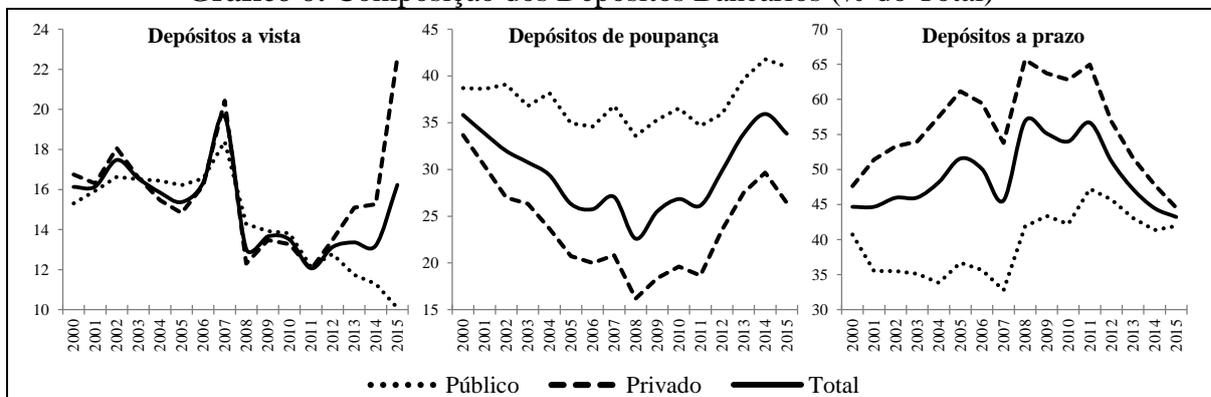


Fonte:BCB (2016a)

A retração observada do crédito coincide temporalmente com a reversão da trajetória de crescimento da taxa de lucro e com o seu descolamento da trajetória do nível de utilização da capacidade (gráfico 2), indicando a possibilidade de a escassez dos adiantamentos à produção e ao investimento ter estado associada à uma redução na capacidade de expansão do produto e, conseqüentemente, à apropriação de uma menor massa de lucros.

Assim como a razão concessões/PIB, as posições ativas e passivas dos bancos apontam para a reversão do ciclo de liquidez doméstica nos primeiros anos da década de 2010. A preferência pela liquidez do público pode ser medida pela composição dos prazos dos depósitos bancários e, conforme Araújo (2013), este também é um indicador de preferência pela liquidez dos próprios bancos, que buscam manter um alinhamento temporal entre o prazo de suas operações ativas e de suas obrigações. O gráfico 6 apresenta a evolução destes indicadores:

Gráfico 6: Composição dos Depósitos Bancários (% do Total)



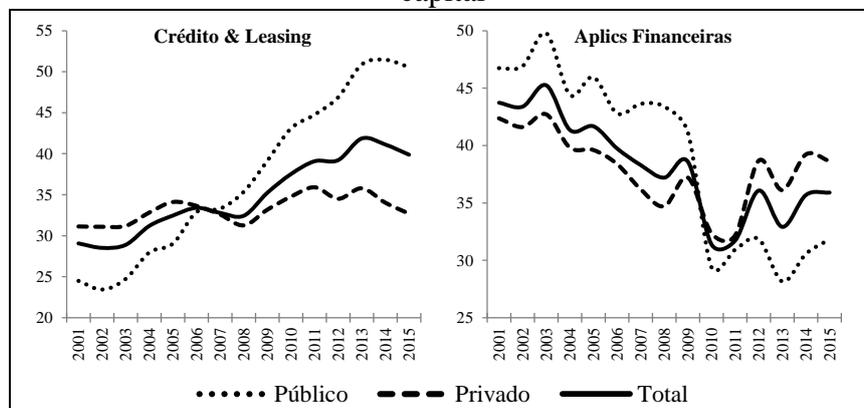
Notas:Depósitos acumulados do 4º trimestre, dados referentes ao consolidado bancário B-I.

Fonte:BCB (2016b)

É notória a reestruturação da composição dos depósitos no sentido de opções mais líquidas ao longo do tempo. A partir dos primeiros anos de 2010, a participação dos depósitos à vista e da caderneta de poupança (com liquidez imediata) aumenta abruptamente enquanto cai a participação dos depósitos a prazo. Um comportamento anticíclico dos bancos públicos fica mais claro na evolução da curva de depósitos à vista, entretanto este movimento não foi capaz de modificar a tendência observada no setor²⁰.

A análise das posições ativas indica o grau de confiança do setor bancário em relação à rentabilidade futura dos novos projetos de investimento e, portanto, da capacidade de cumprimento dos compromissos financeiros das firmas produtivas. Conforme Wray (2007, 15): “*All financial institutions actively construct portfolios as part of their riskmanagement strategy. This means that they want a mix of loans and safer assets(principally, government bonds and high-grade private paper)*”. Assim, a participação das operações de crédito no ativo total dos bancos tende a ser negativamente afetada pela percepção de insolvência de seus tomadores.

Gráfico 7: Participação das Operações no Ativo Bancário (%) por propriedade de capital



Notas: i) dados referentes ao balancete do quarto trimestre dos bancos comerciais (soma dos agregados individuais); ii) dados do consolidado bancário B-I: operações ativas totais > R\$ 1000,00 milhões; operações ativas de Crédito & Leasing > R\$ 100,00 milhões; e aplicações financeiras(TVM, Derivativos & Aplicações Interfinanceiras)> R\$ 100 milhões.

Fonte: BCB (2016b).

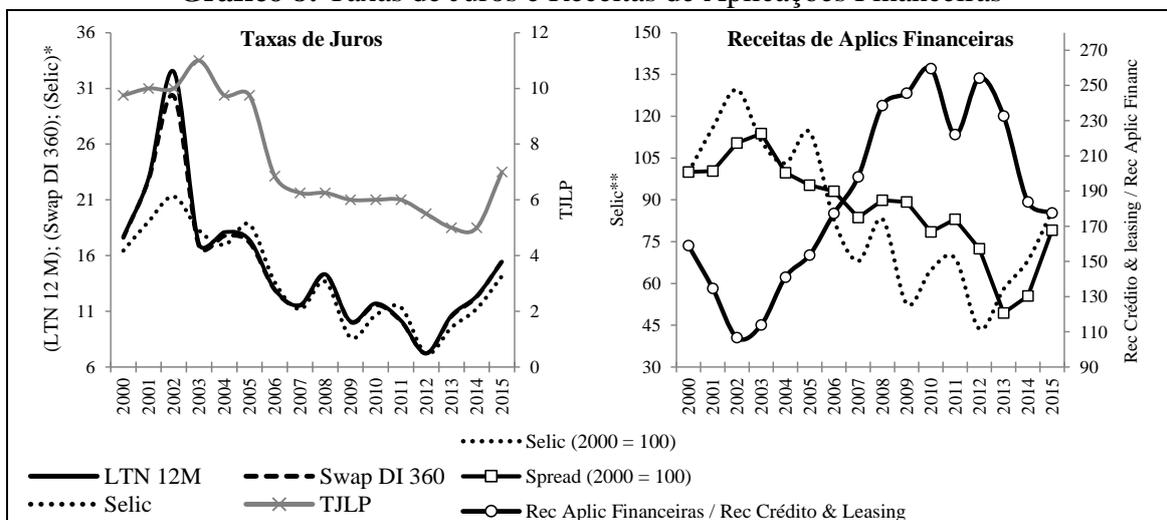
Durante o período investigado, o conjunto dos bancos privados manteve uma participação estável das operações de crédito em seu ativo, por outro lado, os bancos

²⁰Segundo Araújo (2013), os dados investigados dizem respeito somente ao que o BCB define como consolidado bancário 1 (B-I) do Sistema Financeiro Nacional. Os demais consolidados são compostos por instituições financeiras que não captam depósitos e sua inclusão tornaria as estatísticas enviesadas.

públicos aumentaram a proporção deste tipo de operação, elevando o indicador de todo o setor ao longo do tempo. A partir de 2012, contudo, tanto os bancos privados como os bancos públicos registraram queda na participação das operações de crédito. Ao mesmo tempo, desde o início da década de 2010, as aplicações em títulos e outros ativos financeiros aumentaram sua participação no ativo total, revertendo a trajetória verificada nos anos anteriores.

Essa recomposição de portfólio dos bancos coaduna com a hipótese de que o risco percebido de insolvência dos tomadores aumentou, desestimulando a expansão da carteira de crédito, mas também pode se justificar pela maior rentabilidade dos ativos financeiros, em particular da dívida pública, em face do aumento observado da taxa básica de juros (Selic) nos anos mais recentes. O gráfico 8 mostra que durante o período de maior expansão econômica, mesmo com a tendência de queda no *spread* bancário, a receita com a carteira de crédito aumentou expressivamente em relação à receita das aplicações financeiras, essa tendência se reverte nos anos de crescimento mais lento, quando a importância das aplicações financeiras e da taxa referencial de juros aumenta.

Gráfico 8: Taxas de Juros e Receitas de Aplicações Financeiras



Notas: *Média mensal do 4º trimestre/ano (% a.a.). **Base: 4º trimestre de 2000 = 100, taxa Selic mensal média do 4º trimestre, Spread anual e Receitas acumuladas do 4º trimestre (dados do consolidado bancário B-I, operações ativas totais > R\$ 1000,00 milhões, operações ativas de Crédito & Leasing > R\$ 100,00 milhões e aplicações financeiras (TVM, Derivativos & Aplicações Interfinanceiras) > R\$ 100 milhões).

Fontes: Ipeadata (2016), BCB (2016a), BCB (2016b) e World Bank (2016).

Embora a taxa de juros dos empréstimos tenha acompanhado as variações da Selic, esse repasse não ocorreu de forma linear e o *mark-up* bancário variou em sentido contrário à

esta taxa (ou à taxa de captação)²¹. De acordo com Seccarecia (1998), o *markup* bancário tende a aumentar quando, para acomodar o aumento na demanda por crédito, os bancos precisam captar depósitos a prazo, reduzindo sua cobertura de reservas. Estes depósitos precisam oferecer uma rentabilidade mais atrativa, aumentando o custo do passivo bancário e, conseqüentemente, o diferencial entre a taxa de juros dos empréstimos e a taxa básica. Tal reconfiguração na estrutura dos depósitos foi observada na economia brasileira.

Nos anos de crescimento mais acelerado e de expansão da demanda por crédito, os depósitos a prazo aumentaram como proporção dos depósitos totais enquanto a taxa de juros dos empréstimos recuou de forma mais moderada que a Selic. Quando a participação dos depósitos a prazo recuou, sinalizando um aumento da preferência pela liquidez nos anos de desaceleração econômica, o *markup* bancário também caiu.

4. Quadro geral e conclusão

Os indicadores analisados nesse trabalho apontam para uma mudança no ciclo de liquidez que acompanhou a transição de um período de crescimento mais acelerado, na década de 2000, para um período de desaceleração econômica nos anos seguintes. As características distintas nos períodos de alto e de baixo crescimento recente estão sumarizadas no quadro 1:

²¹ Entenda-se por “*spread*” a diferença entre a taxa dos empréstimos e a taxa de captação dos bancos e por “*markup*” a margem aplicada sobre a taxa de captação. De acordo com dados do World Bank (2016), a taxa dos empréstimos varia no mesmo sentido da taxa de captação e da taxa referencial (Selic), entretanto, o *markup* varia em sentido contrário àquelas taxas. Esse resultado é evidenciado no gráfico 8 pela menor volatilidade do *spread* quando comparado com a Selic. Dados do BCB (2016a) de *spread* das concessões de crédito às empresas (modalidade recursos livres) corroboram o comportamento verificado com os dados do World Bank.

Quadro 1: Descrição dos períodos de alto e baixo crescimento

Alto Crescimento	Baixo Crescimento
<ul style="list-style-type: none"> • Aumento da Parcela Salarial; • Aumento do endividamento das firmas produtivas; • <i>Aumento</i> da taxa de lucro; • Aderência da taxa de lucro à <i>utilização da capacidade</i>; • <i>Aumento</i> do diferencial entre taxa de lucro e taxa de juros; • Pequeno <i>aumento e estabilidade</i> da razão Novas Concessões/PIB; • <i>Redução</i> da Pref. pela Liquidez medida pelos depósitos; • <i>Aumento</i> da participação das operações de crédito no ativo bancário; • <i>Redução</i> das aplicações financeiras no ativo bancário; • <i>Aumento</i> da razão Receitas com operações de crédito / Receitas com aplicações financeiras; • <i>Redução</i> da taxa básica de juros e a da taxa dos empréstimos; • <i>Redução</i> do spread em valores absolutos; 	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento da Parcela Salarial; • Aumento do endividamento das firmas produtivas; • <i>Redução</i> da taxa de lucro; • Aderência da taxa de lucro à <i>parcela dos lucros</i> na renda (margens de lucro); • <i>Redução</i> do diferencial entre taxa de lucro e taxa de juros; • <i>Redução</i> da razão Novas Concessões/PIB; • <i>Aumento</i> da Pref. pela Liquidez medida pelos depósitos; • <i>Redução</i> da participação das operações de crédito no ativo bancário • <i>Aumento</i> das aplicações financeiras no ativo bancário; • <i>Redução</i> da razão Receitas com operações de crédito / Receitas com aplicações financeiras; • <i>Aumento</i> da taxa básica de juros e da taxa dos empréstimos; • <i>Aumento</i> do spread em valores absolutos;

O aumento da preferência pela liquidez e a escassez na oferta de crédito, que sucederam o endividamento progressivo das firmas produtivas, compõe um cenário característico da reversão do ciclo Minskyano. Ao mesmo tempo, as menores taxas de crescimento observadas apontam para a redução da eficácia da política distributiva em induzir o crescimento nos termos do modelo de regime de crescimento *wage-led* apresentado por Bhaduri e Marglin (1990). Por seu turno, a redução observada na taxa de lucro, assim como o aumento de sua aderência à trajetória da parcela dos lucros na renda, indica que o “efeito lucratividade” passou a ser mais relevante na determinação da massa de lucros do que o impacto da expansão de receita, caracterizando um quadro de desestímulo ao processo de acumulação, como proposto por aqueles autores.

A redução observada da taxa de lucro pode ser creditada às menores taxas de crescimento que, por sua vez, podem ser atribuídas à mudança no quadro de liquidez da economia. Entretanto, como proposto neste trabalho, esta causalidade pode ser bidirecional, uma vez que a continuidade da estratégia distributiva ou, mais especificamente, a realização de maiores taxas de crescimento acompanhadas de

aumentos da parcela salarial, cria uma situação de maior exposição ao risco associado à alavancagem: a firma produtiva assume uma estrutura de financiamento em que o endividamento adquire uma importância cada vez maior do que os recursos próprios. E, esta posição de fragilidade financeira, que antecede a produção e o investimento, logo, os lucros auferidos em um futuro de incerteza fundamental, pode resultar na compressão do volume de crédito disponível.

Em suma, o quadro apresentado pela economia brasileira desde os anos 2000 tem sido muito similar ao esquema teórico de expansão e contração da atividade no ciclo Minskyano, como apresentado neste trabalho, onde a variável distributiva foi o indutor do crescimento, mas também contribuiu para o aumento da fragilidade financeira do sistema econômico. O bem sucedido modelo de crescimento *wage-led* dos anos 2000 pode ter encontrado em sua própria dinâmica evolutiva a razão para a derrocada nos anos 2010.

Assim, a expansão da parcela salarial observada diante da contenção dos novos empréstimos no período recente, de baixo crescimento está, de fato, associada ao achatamento dos lucros no período de desaceleração econômica e, embora, fuja ao escopo deste trabalho testar rigorosamente tal hipótese, a economia brasileira pode ter reduzido seu perfil *wage-led* no sentido *strictu sensu*, ou seja, a expansão recente da parcela salarial aparenta ser um resultado residual da retração econômica e a redução na propensão média a poupar da economia não aparenta ser tão capaz de induzir o aumento da demanda agregada diante de um quadro de grande incerteza.

Adicionalmente, é preciso fazer menção ao comportamento da taxa referencial de juros. Nos anos de crescimento acelerado, mesmo que o repasse para a taxa cobrada nos empréstimos bancários não tenha sido integral, a redução observada na Selic implicou na redução do custo do financiamento das firmas produtivas, com impacto nos novos empréstimos tomados e no estoque de dívida pós-fixada. Nesse cenário, a parcela dos lucros que sai da esfera produtiva para o pagamento de juros é menor, possibilitando uma estrutura de financiamento que expõe as firmas a um menor risco de insolvência diante de uma estratégia distributiva pró-salários.

A partir dos primeiros anos da década de 2010 a taxa básica de juros entrou em uma trajetória crescente, justificada pelo seu uso como o instrumento de controle inflacionário sob o regime de metas de inflação²². Além de comprimir a rentabilidade

²² Embora a taxa básica de juros seja utilizada indiscriminadamente no Brasil como instrumento de controle de preços, com base em um referencial teórico que considera a inflação um fenômeno de

relativa do investimento produtivo, esta decisão administrativa, pode ter contribuído para a fragilização da posição financeira das firmas que, para avaliar a estratégia *wage-led*, assumiram uma posição mais alavancada durante os anos de demanda aquecida e de baixo custo de financiamento com capital de terceiros.

Referências

- Almeida, J. S. G., Cintra, M. A. M., Jacob, C. A., e Novais, L. F., Filleti, J. P. 2013. Padrões de Financiamento das Empresas: A Experiência Brasileira. In: Cintra, M. A. M., e Silva Filho, E. B. [Org]. *Financiamento das Corporações: Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro*. Brasília: Ipea. (Série Economia Internacional).
- Araújo, E., e Gala, P. 2012. Regimes de crescimento econômico no Brasil: evidências empíricas e implicações de política. *Estudos Avançados*. v. 26, n. 75, p. 41-56.
- Araujo, V. L. 2013. Preferência pela liquidez dos bancos públicos no ciclo de expansão do crédito no Brasil: 2003-2010. *Análise Econômica*, v. 31, n. 59.
- Araujo, V. L., e Moraes, G. M. M. 2012. Bancos de desenvolvimento e mercado de capitais: panorama e perspectivas para o financiamento do desenvolvimento brasileiro. In: Monteiro Neto, A. [Coord]. *Brasil em desenvolvimento 2011: Estado, planejamento e políticas públicas*. Brasília: Ipea.
- Bastos, P. P. Z. 2012. A economia política do novo desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo. *Economia e Sociedade*, v. 21, nº especial, p. 779-810.
- BCB - Banco Central do Brasil. 2016a. *Sistema Gerenciador de Séries Temporais*. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acessado em: 10 jun. 2016.
- _____. 2016b. *Sistema Financeiro Nacional: Informações para análise econômico financeira*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#1/n/SFN>>. Acessado em: 10 jun. 2016.
- Bhaduri, A., e Marglin, S. A. 1990. Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 14, p. 375-393.
- Bielschowsky, R. 2012. Estratégia de desenvolvimento e as três frentes de expansão no Brasil: um desenho conceitual. *Economia e sociedade*, v. 21, nº especial, p.729-747.
- Bruno, M. A. P. 2008. *Acumulação de capital, distribuição e crescimento econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo*. Texto para discussão do Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada – IPEA, n. 1364.
- Carneiro, R. M. 2012. Velhos e novos desenvolvimentismos. *Economia e Sociedade*, v. 21, nº especial, p. 749-778.
- Câmara, F. F., e Feijo, C. 2016. Industrial Pricing in Brazil in the 2010s: the pass-through effect. In: Encontro internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 9, 2016, São Paulo. *Anais eletrônicos...*. Disponível em: <http://www.akb.org.br/upload/ix_akb/artigos.zip>. Acessado em 15 set. 2016.

natureza monetária, a evidência empírica tem relativizado a sua eficiência para este fim, sobretudo em razão do custo financeiro que a elevação dos juros representa. Para uma discussão recente sobre o tema vide, entre outros, Modenesi e Araújo (2013) e Câmara e Feijó (2016).

- CEMEC - Centro De Estudos De Mercado De Capitais. Ibmec - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. 2016. *Relatório Trimestral de Financiamento dos Investimentos no Brasil: Janeiro de 2016*. Disponível em: <<http://ibmec.org.br/instituto/wp-content/uploads/2014/09/26012016-CEMEC-RELATÓRIO-TRIMESTRAL-DE-FINANCIAMENTO-DOS-INVESTIMENTOS-JANEIRO-2016.pdf>>. Acessado em 10 jun. 2016.
- CNI - Confederação Nacional da Indústria. 2016. *Indicadores CNI: Sondagem Industrial*. Disponível em: <<http://www.portaldaindustria.com.br/cni/publicacoes-e-estatisticas/estatisticas/2016/03/1,38499/sondagem-industrial.html>>. Acessado em 10 jun. 2016.
- Costa, F. N. 2015. *Financiamento de Interno de Longo Prazo*. Texto para discussão do Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada – IPEA, n. 2053.
- Feenstra, R. C., Inklaar, R., e Timmer, M. P. 2015. The Next Generation of the Penn World Table. *American Economic Review*. v. 105, n. 10, p. 3150-3182.
- Feijó, C. A., Câmara, F. F., e Cerqueira, L. F. 2015. Inflation, growth, and distribution: The Brazilian economy after the post war. *Journal of Post Keynesian Economics*. v. 38, n. 4, p. 616-636.
- Hein, E. 2016. *The Bhaduri/Marglin post-Kaleckian model in the history of distribution and growth theories – an assessment by means of model closures*. Texto para discussão do Institute for International Political Economy Berlin, n. 66.
- IBGE - Inst. Brasileiro de Geografia e Estatística. 2016. *SIDRA - Sist. IBGE de Recuperação Automática*. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br/>>. Acessado em 10 jun. 2016.
- IPEADATA – Inst. de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). 2016. *Dados Macroeconômicos*. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acessado em: 10 jun. 2016.
- Jesus, C. S., Araujo, R. A., e Drumond, C. E. 2016. An Empirical Test of the Post-Kaleckian Model applied to functional income distribution and long-run growth regime in Brazil. In: Encontro Nacional de Economia, 44, 2016, Foz do Iguaçu. *Anais eletrônicos...*. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2016/submissao/files_I/i4-2f5135e9dc693659767f0b718324283b.docx>. Acessado em: 10 out. 2016.
- Keynes, J. M. 1937. The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest. *The Economic Journal*, v. 47, n. 188, p. 663-669.
- Lavoie, M. 1996. Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk. *Scottish Journal of Political Economy*, v. 43, n. 3, p. 275-300.
- Minsky, H. P. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. ed. 2. New York: McGraw-Hill, 2008 [1986].
- Minsky, H. P. 1992. *The Financial Instability Hypothesis*. Texto para discussão do Levy Economics Institute, n. 74.
- Modenesi, A., e Araujo, E. 2013. Price Stability under Inflation Targeting in Brazil: Empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model, 2000-2008. *Investigación Económica*, v. 72, n. 283, p. 95-127.
- Moreira, M. M., e Puga, F. P. 2000. *Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real*. Texto para Discussão do BNDES, n. 84. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Td/Td-84.pdf>. Acessado em 10 de jun. de 2016.

- Papadimitriou, D. B., e Wray, L. R. 2008. Minsky's Stabilizing an Unstable Economy: Two Decades Later. Introdução a Minsky, H. P. 2008 [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*. ed. 2. New York: McGraw-Hill, 2008 [1986], p. xi-xxxv.
- Puga, N., e Nascimento, M. 2008. Como as empresas financiam investimentos em meio à crise financeira internacional. *BNDES: visão do desenvolvimento*, n.58. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Macroeconomia/200812_58.html>. Acessado em 10 jun. de 2016.
- Ramskogler, P. 2011. Credit Money, Collateral and the Solvency of Banks: A Post Keynesian Analysis of Credit Market Failures. *Review of Political Economy*. v. 23, n. 1, p. 69-79.
- Seccareccia, M. 1988. Systemic Viability and Credit Crunches: An Examination of Recent Canadian Cyclical Fluctuations. *Journal of Economic Issues*. v. 22, n. 1, p. 49-77.
- Uemura, H. 2000. Growth, Distribution and Structural Change in the Post-War Japanese Economy. In: Boyer, R., e Yamada, T. [Ed]. *Japanese Capitalism in Crisis: A Regulationist Interpretation*. London: Routledge.
- Wray, L. R. 2007. *Endogenous Money: Structuralist and Horizontalist*. Levy Economics Institute Working Paper, n. 512. Disponível em: <<https://core.ac.uk/download/pdf/6366486.pdf>>. Acessado em 15 de set. De 2016.
- World Bank. 2009. *Brazil Country Profile 2009*. (Enterprise Surveys). Disponível em: <<http://www.enterprisesurveys.org/~media/GIAWB/EnterpriseSurveys/Documents/Profiles/English/brazil-2009.pdf>>. Acessado em 10 de jun. 2016.
- _____. 2016. *World Development Indicators*. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org>>. Acessado em 15 de set. 2016.