

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Análise da relação entre a taxa de juros e investimentos no Brasil

SAFIRA SILVA

São Paulo

2024

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Análise da relação entre a taxa de juros e investimentos no Brasil

SAFIRA SILVA

Monografia submetida à apreciação de banca examinadora do Departamento de Economia, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, elaborada sob a orientação do Professor Rodrigo Alves Teixeira.

São Paulo

2024

Esta citação deve vir no verso da página anterior

Silva, Safira
Análise da relação entre a taxa de juros e investimentos no Brasil – São Paulo, 2024
Monografia (Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária) – PUC – SP, 2024

Orientador: Prof. Rodrigo Alves Teixeira

1. PALAVRAS CHAVE

Esta monografia foi examinada pelos professores abaixo
relacionados e aprovada com nota final de

()

Orientador: Prof. Rodrigo Alves Teixeira

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
1.1 Investimento na Macroeconomia	6
1.2 Modelos econômicos	7
1.2.1 Acelerador keynesiano e ampliação da demanda	7
1.2.2 Modelo IS-LM e sua aplicação na relação investimento-taxa de juros	8
1.3 Keynes: efeito multiplicador e acelerador	10
1.4 Relação taxa de juros e investimentos	12
2. HISTÓRICO DO DESENVOLVIMENTO PÚBLICO NO BRASIL	13
2.1 Determinantes do Investimento Privado	15
2.1.1 Interferência do Investimento Público no Investimento Privado	16
2.1.2 Influência da Carga Tributária e do Financiamento	18
3. TAXA DE JUROS E SEUS IMPACTOS NO INVESTIMENTO PRIVADO	21
3.1 Relação entre Gasto Público e Investimento Privado	25
3.2 Impactos da Instabilidade Econômica na Decisão de Investimento	26
4. TAXA DE CÂMBIO E SUA IMPORTÂNCIA NO ESTÍMULO AO INVESTIMENTO PRIVADO	28
4.1 Facilitação do Acesso ao Crédito	30
5. A DÍVIDA PÚBLICA E SEUS REFLEXOS NO INVESTIMENTO PRIVADO	31
6. INVESTIMENTO PRIVADO NO BRASIL: ANÁLISE E PERSPECTIVAS	32
6.1 Formação Bruta de Capital	33
6.2 PIB e Formação Bruta de Capital Fixo	33
6.3 Contribuição do Investimento para o PIB e Taxa de Investimento	35
CONCLUSÃO	37
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	39

RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar os principais elementos relacionados à formação bruta de capital fixo nos setores público e privado da economia brasileira no período de 1995 a 2015. A abordagem escolhida envolve uma revisão abrangente da literatura acadêmica, abarcando estudos teóricos e empiricamente embasados. Este trabalho também irá considerar, de maneira abrangente, as teorias macroeconômicas pertinentes ao investimento. O propósito desta revisão é explorar o tópico sob diferentes perspectivas, a fim de enriquecer e aprimorar as evidências empíricas para o período em análise. Isso nos permitirá compreender como o investimento público e privado se comportaram no Brasil e como sua evolução pode ser ou não explicada pelas teorias que foram selecionadas.

RESUMEN

Este estudio tiene como objetivo analizar los principales elementos relacionados con la formación bruta de capital fijo en los sectores públicos y privado de la economía brasileña en el período de 1995 a 2015. El enfoque elegido implica una revisión exhaustiva de la literatura académica, abarcando estudios tanto teóricos como empíricamente fundamentados. Este trabajo también considerará, de manera integral, las teorías macroeconómicas relevantes de la inversión. El propósito de esta revisión es explorar el tema desde diferentes perspectivas para enriquecer y mejorar la evidencia empírica para el período en análisis. Esto nos permitirá comprender cómo se comportaron la inversión pública y privada en Brasil y si su evolución puede explicarse o no por las teorías seleccionadas.

ABSTRACT

This study aims to analyze the main elements related to gross fixed capital formation in the public and private sectors of the Brazilian economy from 1995 to 2015. The chosen approach involves a comprehensive review of academic literature, encompassing both theoretical and empirically grounded studies. This work will also consider, in a comprehensive manner, the relevant macroeconomic theories of investment. The purpose of this review is to explore the topic from different perspectives to enrich and enhance the empirical evidence for the period under analysis. This will enable us to understand how public and private investment behaved in Brazil and whether their evolution can be explained by the selected theories.

1. INTRODUÇÃO

1.1 Investimento na Macroeconomia

A economia é a disciplina que busca compreender a interação entre os agentes econômicos no que diz respeito às atividades de produção, distribuição, troca e consumo de bens e serviços. Em relação à macroeconomia, um de seus objetivos fundamentais é analisar as flutuações de variáveis macroeconômicas, como renda, investimento, formação bruta de capital fixo, consumo, gastos governamentais, exportações, importações, taxas de juros, níveis de emprego, inflação e, ainda, a taxa de câmbio.

Os modelos de crescimento econômico ganharam relevância na teoria econômica no período pós-guerra, quando a reconstrução econômica se tornou uma prioridade e as práticas de intervenção econômica já estavam consolidadas. Isso se aplicou especialmente às economias envolvidas no conflito. O crescimento econômico, caracterizado pelo aumento contínuo da renda nacional, tornou-se o objetivo central da política econômica. Isso não apenas como uma demonstração de poder, tanto para o público interno quanto externo, mas também como um meio para alcançar outros objetivos, como a redução da pobreza e das desigualdades (JONES, 1979).

De acordo com Blanchard (2007), considera-se que o investimento desempenha um papel significativo na variação de outras variáveis, tanto de forma autônoma quanto induzida. Easterly (2004) argumentava que não existia uma relação estável entre investimento e crescimento econômico, enquanto Zackseski (2012) defendia a visão oposta, afirmando que havia uma relação positiva entre esses dois elementos. No entanto, a ideia predominante é que o crescimento estimula o investimento, e não o contrário.

Por outro lado, Vanhoudt, Matha e Smid (2000), conforme citados por Zackseski (2012), sustentam que o investimento tem um custo, ou seja, após um período de investimento intenso, ocorre uma desaceleração na atividade econômica, o que implica um impacto negativo na relação entre investimento e crescimento.

O investimento desempenha um papel crucial no crescimento econômico, pois está diretamente ligado à expansão da capacidade produtiva de uma economia. Quando as empresas investem em novas instalações, equipamentos e tecnologias, isso não apenas impulsiona a produção atual, mas também prepara o terreno para

uma maior produção futura. Nesse sentido, o investimento é um motor fundamental para o aumento da produtividade e, conseqüentemente, para o crescimento econômico a longo prazo.

Além disso, o investimento é influenciado por uma série de fatores econômicos e financeiros. A taxa de juros, mencionada anteriormente, desempenha um papel significativo na decisão das empresas de investir. Quando as taxas de juros estão baixas, os custos de financiamento de projetos de investimento são menores, o que tende a estimular um maior investimento empresarial. Por outro lado, quando as taxas de juros estão altas, os custos de financiamento sobem, o que pode desencorajar os investimentos.

Além disso, a confiança dos empresários na economia também desempenham um papel importante. Quando os empresários estão otimistas em relação ao futuro da economia e acreditam que há demanda suficiente para seus produtos e serviços, eles estão mais inclinados a investir em expansão. Por outro lado, a incerteza econômica pode levar à postergação de decisões de investimento.

Ainda, o investimento está intrinsecamente relacionado à acumulação de capital e, no modelo mais básico, depende do nível de vendas e da taxa de juros, a qual é determinada pelo mercado monetário, de acordo com a teoria de Keynes. Na verdade, os investimentos em capital possuem uma série de mecanismos de transmissão para o crescimento econômico, a ponto de alguns estudiosos não conseguirem conceber um mecanismo que não passe, direta ou indiretamente, pelo investimento.

1.2 Modelos econômicos

1.2.1 Acelerador keynesiano e ampliação da demanda

Entres os modelos mais abordados, estão o acelerador keynesiano, a ampliação da demanda e das externalidades diversas que passam pela questão tecnológica, isto é, ao se investir procura-se a melhor alternativa tecnológica do momento, o “aprender fazendo” e a incitação da concorrência.

O acelerador keynesiano é importante na compreensão da relação entre investimento e demanda agregada. Segundo Keynes (1987), as flutuações na demanda agregada podem gerar variações significativas nos investimentos. Quando a demanda agregada aumenta, as empresas são incentivadas a investir mais para

atender a essa demanda crescente. Por outro lado, quando a demanda cai, as empresas reduzem seus investimentos.

Essa ideia se relaciona diretamente com o modelo IS-LM, que destaca a importância das flutuações na taxa de juros na determinação do investimento. De acordo com Blanchard (2007), o modelo IS-LM parte do pressuposto de que o investimento é uma variável endógena, ou seja, depende das condições econômicas, incluindo a taxa de juros. Quando a taxa de juros é alta, o custo de tomar empréstimos para investir aumenta, reduzindo assim a demanda por investimento e, quando a taxa de juros é baixa, consequentemente, o custo de financiamento para investir diminui, estimulando a demanda por investimento.

Portanto, a teoria do acelerador keynesiano, aliada ao modelo IS-LM de Blanchard, destaca como as mudanças na demanda agregada, muitas vezes impulsionadas por políticas fiscais ou monetárias, podem influenciar os investimentos das empresas. Quando a demanda agregada aumenta, os investimentos tendem a crescer, impulsionando a atividade econômica, e o contrário também é analisado, quando a demanda agregada diminui, os investimentos podem cair, contribuindo para desaceleração econômica.

Além disso, a teoria de Blanchard (2007) também enfatiza a importância das expectativas dos agentes econômicos, a credibilidade das políticas governamentais e a incerteza econômica na determinação dos resultados das políticas fiscais e monetárias. Esses fatores adicionais podem influenciar a eficácia das políticas econômicas e como elas afetam o investimento e, assim, a demanda agregada e o nível de produção.

Em suma, o acelerador keynesiano e o modelo IS-LM de Blanchard oferecem uma estrutura analítica robusta para compreender como o investimento reage às mudanças na demanda agregada e na taxa de juros, desempenhando um papel crucial na dinâmica econômica e na formulação de políticas econômicas eficazes.

1.2.2 Modelo IS-LM e sua aplicação na relação investimento-taxa de juros

A relação entre o investimento e a taxa de juros está presente no modelo IS-LM, em que "IS" representa o mercado de bens e "LM" o mercado financeiro. Este modelo sintetiza as interpretações da revolução keynesiana, primeiramente desenvolvida pelo economista John Hicks e, posteriormente, por Elvin Hansen, entre o final dos anos 1930 e o início dos anos 1940, como destacado por Blanchard (2007).

O modelo IS-LM preserva os pressupostos básicos de Keynes, como a estabilidade dos níveis de preços e a demanda como um determinante da produção. Entretanto, uma mudança importante é a transformação do investimento de uma variável exógena em uma variável endógena, dependente da taxa de juros. Assim, quanto maior a taxa de juros, menor é a demanda por investimento para um dado nível de renda, uma vez que os custos de financiamento para os investidores aumentam (Blanchard, 2007).

No âmbito do modelo IS-LM, o mercado financeiro é representado pela curva LM, que mostra a relação entre a taxa de juros e o nível de renda no mercado monetário. O equilíbrio monetário ocorre quando a oferta real de moeda (M/P) se iguala à demanda real por moeda (L), e nesse ponto, o mercado de títulos também atinge o equilíbrio, uma vez que existem apenas dois ativos no modelo. A demanda real por moeda está intrinsecamente ligada à demanda por bens e serviços, a qual é influenciada pelo nível de preços (BLANCHARD, 2007).

A curva LM é positivamente inclinada, o que significa que um aumento na renda leva a um aumento na demanda real por moeda, compensado por um aumento na taxa de juros. Isto ocorre porque a oferta real de moeda é mantida constante pelo Banco Central. A taxa de juros aumenta até que o equilíbrio seja alcançado. Em resumo, a taxa de juros age como um mecanismo corretivo para equilibrar os desequilíbrios no mercado monetário: um excesso de demanda leva a um aumento da taxa de juros, enquanto um excesso de oferta a reduz. Alterações na oferta de moeda podem deslocar a curva LM para a direita ou para a esquerda, resultando em um novo equilíbrio. A demanda real por moeda depende da renda real e da taxa de juros, sendo inversamente proporcional à taxa de juros, uma vez que maiores taxas de juros aumentam o custo de manter dinheiro, reduzindo, assim, a quantidade demandada de moeda. A oferta real de moeda parte do pressuposto de que o estoque nominal de moeda (M) e o nível de preços (P) são fixos (BLANCHARD, 2007).

O nível de produção se eleva quando a curva IS se desloca para a direita, seja devido a uma redução dos impostos, um aumento nos gastos do governo através de uma política fiscal expansionista ou, principalmente, devido a um aumento autônomo nos investimentos. O nível de produção também aumenta quando a curva LM se desloca para baixo, graças a uma política monetária expansionista, que provoca um

aumento na oferta de moeda. Esse aumento na produção estimula os investimentos, através do efeito acelerador, que será discutido a seguir.

Quando a curva IS se desloca para a direita, a taxa de juros real aumenta, mas com a curva LM se deslocando para baixo, a taxa de juros real diminui. Em ambos os casos, o nível de produção aumenta, no entanto, o mesmo não ocorre com a taxa de juros. Portanto, a expansão monetária pode trazer maiores benefícios à economia, uma vez que aumenta a produção juntamente com uma redução das taxas de juros, estimulando assim os investimentos. Isso impacta a demanda agregada, o emprego, a renda e, conseqüentemente, o nível de produção, através do efeito multiplicador, que será abordado na próxima seção.

Diante de uma combinação de políticas fiscais e monetárias, é desafiador determinar qual delas dominará a taxa de juros. Os economistas pós-keynesianos, que enfatizam a importância da moeda, da especulação financeira e da demanda efetiva, criticam o modelo IS-LM de Hicks por não dar a devida relevância ao elemento da incerteza, o qual influencia o consumo e o investimento (BLANCHARD, 2007).

1.3 Keynes: efeito multiplicador e acelerador

A perspectiva keynesiana ilustra como os agentes econômicos direcionam sua renda para gastos com consumo e poupança, com variações dependendo da propensão de cada indivíduo para poupar. De acordo com Burns (1952), citado por Hermann (2006), a relação entre investimento e renda é evidente nos conceitos de efeito multiplicador e acelerador, fundamentais para explicar as oscilações na produção real.

Segundo Keynes (1987), um aumento nos gastos, seja público ou privado, tem um impacto positivo na renda nacional que é maior do que o aumento inicial nos gastos. O efeito multiplicador ocorre quando uma mudança nos investimentos resulta em uma alteração, geralmente maior, na produção. Isso ocorre porque o aumento nos gastos aumenta a demanda agregada por bens e serviços, levando as empresas a aumentarem a produção para atender a essa demanda adicional. Isso, por sua vez, aumenta a renda dos trabalhadores e dos proprietários de empresas, que por sua vez gastam mais, criando um ciclo virtuoso de aumento da renda e da produção.

O efeito multiplicador está intimamente relacionado à propensão marginal a consumir, sendo mais significativo em países com baixa renda per capita. Portanto, tem um impacto mais marcante sobre a demanda agregada em nações mais pobres,

que também são mais suscetíveis à inflação. O governo pode estimular os investimentos por meio de seus gastos, gerando um efeito positivo na economia.

O efeito crowding in ocorre quando um aumento nos gastos do governo e nos investimentos públicos estimula o investimento privado, promovendo a atividade econômica. Esse aumento nos investimentos pode ser amplificado pelo efeito multiplicador, à medida que o investimento público, ao afetar a renda e o emprego, incentiva mais investimentos privados.

Por outro lado, o efeito acelerador é o "inverso" do efeito multiplicador. Ele ocorre devido ao crescimento da atividade econômica por outras razões, levando ao aumento da renda, do consumo e, conseqüentemente, da demanda agregada. Esse aumento na demanda estimula o aumento dos investimentos e do emprego. Ou seja, é uma resposta das empresas à variação da demanda por seus produtos. Keynes argumenta que quando a demanda por bens e serviços aumenta devido ao aumento da renda das famílias, as empresas respondem a essa maior demanda investindo em capital fixo para aumentar sua capacidade produtiva. Por exemplo, se as famílias começam a comprar mais carros devido a um aumento na renda, as montadoras podem investir na construção de novas fábricas ou na expansão das existentes para atender a essa demanda crescente. Dessa forma, o efeito acelerador explica como a variação na demanda por bens e serviços pode influenciar os investimentos em capital fixo e, por consequência, a produção real da economia.

As oscilações na produção real são explicadas pela interação entre o efeito multiplicador e o efeito acelerador. Quando ocorrem aumentos nos gastos de investimento (seja por iniciativa privada ou pública), o efeito multiplicador entra em ação, gerando um aumento na demanda agregada e na produção real. Isso, por sua vez, leva as empresas a investirem mais devido ao efeito acelerador, aumentando ainda mais a produção.

No entanto, essas oscilações podem ocorrer em ambas as direções. Reduções nos gastos de investimento podem desencadear um ciclo negativo, onde o efeito multiplicador reduz a produção, levando as empresas a diminuírem os investimentos, o que por sua vez reduz ainda mais a produção.

Esses dois conceitos destacam como as mudanças nos gastos e na demanda agregada podem gerar ciclos econômicos de expansão e contração, influenciando a produção e o emprego.

1.4 Relação taxa de juros e investimentos

A taxa de juros é um componente importante na tomada de decisão dos agentes econômicos, especialmente no que diz respeito ao investimento privado. Quando a taxa de juros está em um nível elevado, ela tende a inibir o investimento privado, uma vez que torna o crédito mais caro e encarece o financiamento de projetos de capital fixo. Esse aumento nas despesas financeiras pode reduzir a lucratividade dos investimentos e, conseqüentemente, desencorajar os empresários a alocar recursos em projetos produtivos.

Além disso, a taxa de juros também exerce influência negativa sobre o consumo das famílias, uma vez que encarece o crédito ao consumidor. Isso pode levar a uma contração da demanda agregada, o que, por sua vez, diminui o incentivo para investimentos por parte das empresas. Essa relação direta entre a taxa de juros, consumo e investimento contribui para as flutuações na atividade econômica.

O investimento tem papel importante na economia, tanto na condição de aumentar a demanda de produtos, quanto de aumentar a produtividade. Segundo LOPES e VASCONSELLOS (2008), o investimento é uma taxa de acumulação de capital, onde as decisões dos agentes são tomadas pensando no rendimento futuro. Assim, as decisões a respeito dos investimento são muito incertas, pois dependem das expectativas futuras.

Em sua obra "Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda," Keynes (1987) argumentou que a decisão de investir por parte dos empresários é fortemente influenciada pelas expectativas de lucro, em relação ao custo de financiamento representado pela taxa de juros. Quando a expectativa de lucro é maior que o custo de financiamento, o investimento tende a ser incentivado. No entanto, no curto prazo, essa relação também é influenciada pela taxa de juros, e é aqui que o efeito multiplicador desempenha um papel fundamental.

A decisão do empresário em investir depende das expectativas deste, de modo que ele compara a EMC com a taxa de juros para chegar a um resultado. A EMC "depende da expectativa de receitas e do preço de oferta do capital e resulta do diferencial entre o rendimento esperado e o do preço de oferta do capital". (GRASEL; SANTANA, 1995, p.78). Ao igualar, no curto prazo, a EMC e a taxa de juros, tem-se que o investimento é uma função decrescente da taxa de juros, ideia também partilhada pelos neoclássicos. Porém, para os Keynesianos a taxa de juros não é o

fator mais importante para determinar o investimento, sendo apenas um parâmetro de comparação ao investidor.

O efeito multiplicador, conforme delineado por Keynes, demonstra que um aumento nos gastos tem o potencial de criar um ciclo virtuoso na economia, como explicado anteriormente. Esse aumento nos gastos eleva a demanda agregada, resultando em um aumento da renda e do emprego. A renda adicional, por sua vez, leva a um aumento no consumo, o que gera uma demanda ainda maior por bens e serviços. Esse ciclo de aumento da demanda e da produção cria um ambiente propício para investimentos adicionais por parte das empresas, impulsionando ainda mais a atividade econômica.

No entanto, é importante destacar que a eficácia do efeito multiplicador pode ser afetada por uma série de fatores, incluindo a propensão marginal a consumir das famílias, a eficácia das políticas fiscais e monetárias, a confiança dos empresários e as condições do mercado financeiro.

Em resumo, a relação entre a taxa de juros e o investimento é complexa e multifacetada, influenciada por uma variedade de fatores econômicos, financeiros e psicológicos. A compreensão dessa relação é fundamental para os formuladores de políticas econômicas, uma vez que o investimento desempenha um papel crucial no crescimento econômico e no ciclo de negócios. Através de políticas fiscais e monetárias eficazes, é possível influenciar a taxa de juros e, por consequência, estimular ou desestimular o investimento privado, contribuindo assim para a estabilidade e o crescimento econômico de longo prazo.

2. HISTÓRICO DO DESENVOLVIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

O estudo feito por Orair e Hamilton (2011) forneceu observações sobre o desempenho dos investimentos públicos no Brasil. De acordo com a pesquisa, a análise dos dados coletados desde 1994 revelou que o ano de 2010 testemunhou a mais significativa taxa de investimento por parte das administrações públicas no país. Essa taxa excluiu os investimentos realizados por empresas estatais e aqueles financiados por bancos públicos. Ela se baseia na relação entre o montante total de investimentos em formação bruta de capital fixo (FBCF) realizado pelas administrações públicas, que englobam os âmbitos federal, estadual e municipal, e o produto interno bruto (PIB) do Brasil (ORAIR; HAMILTON, 2011).

No entanto, a trajetória dos investimentos públicos no Brasil foi marcada por desafios. Após a estabilização econômica com a implementação do Plano Real, e apesar da obtenção de superávits primários em 1997 e ao longo do período de 1999 a 2003, os investimentos públicos sofreram uma acentuada queda entre 1995 e 2003. Isso trouxe consigo uma série de problemas, especialmente no que diz respeito à infraestrutura e a setores que ainda careciam de desenvolvimento no país.

A introdução da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), combinada com o refinanciamento das dívidas estaduais e municipais, contribuiu para melhorar a situação do orçamento primário entre 1998 e 1999. No entanto, a dívida pública continuou a aumentar rapidamente, e o Estado brasileiro encontrou dificuldades em obter recursos suficientes para realizar investimentos essenciais, em parte devido a restrições tanto internas quanto externas.

Um fator relevante que afetou o cenário dos investimentos públicos foi a promulgação da Constituição de 1988, que eliminou tributos vinculados aos setores de infraestrutura. Isso resultou em uma redução adicional dos recursos disponíveis para as empresas estatais, que já estavam enfrentando carências financeiras. Para atender à necessidade de recursos e melhorar os serviços relacionados à infraestrutura, que o governo não estava conseguindo fornecer de maneira eficaz, iniciou-se um processo de concessão de serviços públicos e privatização de empresas estatais durante a década de 90.

Essa abordagem incluiu a privatização completa de setores como telecomunicações, siderurgia e energia, bem como a privatização parcial dos setores de transporte, mineração, gás e saneamento básico. Grandes empresas, como a Vale do Rio Doce, Telebrás, Rede Ferroviária Federal e subsidiárias da Petrobrás e Eletrobrás, foram incorporadas nesse processo de privatização. No entanto, apesar dessas mudanças substanciais no cenário econômico, os investimentos em infraestrutura continuaram a declinar no Brasil, destacando os desafios persistentes nessa área crucial.

Os investimentos em infraestrutura demandam não apenas recursos substanciais, mas também um período de maturação prolongado e frequentemente envolvem riscos significativos em termos de retorno sobre o investimento, tornando-os menos atraentes para o setor privado. Uma solução viável seria tornar esses investimentos mais atrativos e vantajosos para o setor privado, por meio de subsídios,

garantias, novas formas de financiamento ou outros estímulos, como proposto por Reis (2015).

No entanto, de acordo com Hirschman (1958), o Estado desempenha um papel fundamental na superação das deficiências do mercado, especialmente em economias em desenvolvimento, como o Brasil. Portanto, é essencial que o Estado continue desempenhando um papel ativo na promoção de investimentos em infraestrutura e no desenvolvimento econômico como um todo. Nesse sentido, programas como o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e iniciativas de parcerias público-privadas (PPPs) desempenham um papel crucial.

2.1 Determinantes do Investimento Privado

O investimento privado possui ampla influência no crescimento econômico e no desenvolvimento sustentável de um país. Vários fatores influenciam a decisão das empresas de investir, incluindo o ambiente macroeconômico, políticas governamentais, estabilidade política e regulamentações específicas do setor. Nesta seção, examinaremos os principais determinantes do investimento privado, com foco no contexto brasileiro.

A teoria q-investimento, desenvolvida por Tobin (1969), baseia-se na ideia de que as empresas investem em novos projetos ou expansão quando o valor presente líquido (VPL) desses investimentos é positivo. Tobin (1969) utiliza o preço das ações no mercado financeiro como sinalizadores das variáveis não observáveis que influenciam a demanda por investimento. O "q" representa a relação entre o valor de mercado dos ativos de uma empresa e o custo de substituí-los. Quando o "q" é maior que 1, significa que o valor de mercado dos ativos excede o custo de substituí-los, o que incentiva as empresas a investirem em novos projetos. Por outro lado, quando o preço das ações está abaixo do custo de reprodução dos ativos, o "q" é menor que 1 e indica que as empresas podem adiar ou reduzir os investimentos, pois o valor de mercado dos ativos é inferior ao custo de substituí-los.

Essa teoria, presente nos Neoclássicos, têm as expectativas de mercado sobre a lucratividade futura do investimento como principal na evolução dos preços das ações das empresas. Isso ocorre porque o preço das ações reflete as percepções dos investidores sobre os retornos futuros esperados dos investimentos realizados pela empresa. Quando os investidores têm expectativas otimistas sobre a lucratividade futura de uma empresa, eles estarão dispostos a pagar um preço mais alto pelas suas

ações no mercado financeiro. Esse aumento no preço das ações reflete a confiança dos investidores na capacidade da empresa de gerar lucros no futuro, o que, por sua vez, influencia positivamente o "q", conforme definido por Tobin.

Contrapondo-se aos neoclássicos, a teoria pós-keynesiana trata da relação inversa entre o preço de demanda do ativo e a taxa de juros de mercado. Na Teoria do Custo do Capital, assim conhecida, o investimento não é determinado apenas pelo retorno esperado do investimento, como proposto pelos neoclássicos, mas também pelo custo do financiamento, que é representado pela relação inversa entre o preço de demanda do ativo e a taxa de juros de mercado. Quando o custo de financiamento é alto, devido a taxa de juros elevadas, por exemplo, as empresas podem ser desencorajadas a investir, mesmo que haja oportunidades lucrativas, pois os custos associados ao financiamento desses investimentos são considerados proibitivos.

Contudo, três fatores poderiam causar flutuações nos gastos de investimento, sendo: (i) as expectativas de rendimento futuros; (ii) a taxa básica de juros esperada, determinada nos mercados de financiamento; e (iii) a relação entre o fator de capitalização da renda esperada sobre os ativos de capital e a taxa de juros para empréstimos monetários, isto é, o fator risco (MINSKY, 1975). Há, todavia, uma expressiva influência das expectativas na determinação dos gastos em bens de capital. Keynes (1984) define "conhecimento incerto", que se fundamenta no estado de expectativa com relação ao futuro. Apesar das incertezas envolvidas no processo da tomada de decisão do investimento, estes gastos acabam por se concretizar, sendo necessário certo nível de informações confiáveis.

A abordagem de Kalecki (1989), por sua vez, é focada nos determinantes reais e estruturais dos investimentos, em oposição aos determinantes financeiros, como as taxas de juros. Em sua teoria, os investimentos são determinados principalmente por fatores reais, como a capacidade ociosa, as expectativas de lucro e a estabilidade econômica. Ele sugere, ainda, que as empresas investem em novos equipamentos e expansões quando esperam que a demanda por seus produtos aumente e quando há capacidade ociosa em suas operações existentes. Assim, Kalecki (1989) têm as variações nas taxas de juros como um papel secundário na determinação dos investimentos.

2.1.1 Interferência do Investimento Público no Investimento Privado

Uma relação significativa existe entre os investimentos públicos e privados. Em muitos casos, os investimentos públicos podem estimular o investimento privado, especialmente em infraestrutura. Por exemplo, projetos de construção de estradas, pontes e instalações portuárias podem abrir novas oportunidades de negócios e reduzir os custos de transporte para as empresas, incentivando assim o investimento privado em setores relacionados.

No entanto, o excesso de investimento público em certos setores pode desencorajar o investimento privado, especialmente se isso levar a um aumento da dívida pública ou a distorções nos mercados. Por exemplo, subsídios excessivos para determinadas indústrias podem criar uma concorrência desleal e inibir o investimento privado em setores não subsidiados.

O Governo depende dos impostos arrecadados do país e emissão de dívida para poder financiar os seus gastos, esses impostos são chamados de carga tributária. O investimento público faz parte dos gastos do governo, ele é considerado muito importante para o desenvolvimento e o crescimento econômico. Construções de estradas e rodovias, melhorias na educação e na saúde, fazem parte desta categoria, que podem levar benefícios à população e impulsionar o desempenho econômico. (SELLA, 2020, pg. 10)

O investimento privado é afetado diretamente pelo investimento público, uma das formas que o governo interfere no setor privado é através de impostos adquiridos. Os investimentos públicos relacionados com a infraestrutura, como na área de transportes, em comunicações e em energia elétrica, levam a um aumento da produtividade e podem complementar o setor privado (ROCHA; TEIXEIRA, 1996).

Conforme GONZALES *et al.* (2014), quanto maior for o investimento de um país, maior será o seu crescimento econômico. Sanches e Rocha (2010) apontam efeito multiplicador expressivo dos investimentos públicos estaduais e regionais sobre os investimentos privados (empresas e famílias) em construção civil, variando entre 0,656 e 1,135. É fundamental ressaltar que esse efeito depende do tamanho da participação dos investimentos públicos na composição dos investimentos totais.

O governo pode influenciar o setor privado de forma indireta com a liberação de crédito para incentivar o mercado, com taxas de juros melhores, prazos, garantias e redução final do crédito (TORRES FILHO, 2009). O fato é que na história econômica brasileira o investimento privado não esteve inserido em um cenário institucional e

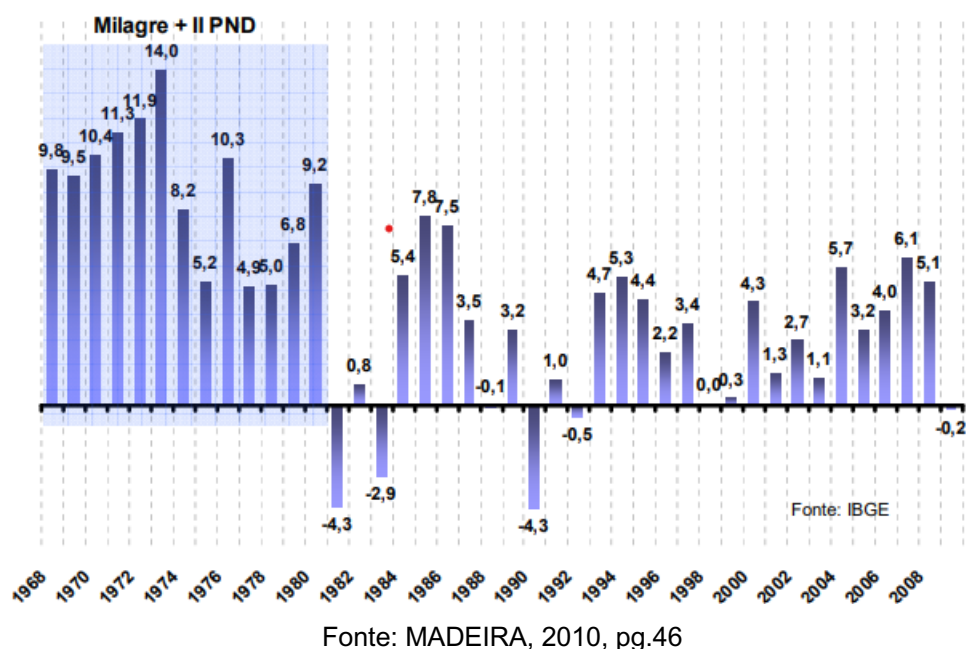
mundial favorável, sendo em grande parte impulsionado por planos governamentais. Segundo Melo e Junior (1998), apesar da teoria econômica apontar efeitos ambíguos sobre a importância do investimento público para o investimento privado, pode-se dizer que aquele contribui para a elevação da taxa agregada de investimento.

Em 2017, os investimentos públicos responderam por 25,3% dos investimentos totais. Ou seja, o crescimento de 2,16% incide na maior parte desse montante (74,7%). Com o passar do tempo, diante de uma política de sustentação dos investimentos públicos, o aumento da sua participação nos investimentos totais tenderia a elevar o resultado decorrente do seu efeito multiplicador. Importante retomar que tal política estaria alinhada, inclusive, a recomendações do FMI e Banco Mundial, os quais avaliam como deficitário o atual patamar de investimento público em infraestrutura econômica no Brasil (Raiser et al., 2017; Curristine et al., 2018; IMF, 2020).

2.1.2 Influência da Carga Tributária e do Financiamento

A carga tributária e as políticas de financiamento também desempenham um papel importante no investimento privado. Altas taxas de impostos sobre lucros e investimentos podem reduzir a rentabilidade dos projetos e desencorajar o investimento privado. Além disso, a disponibilidade de financiamento adequado e acessível é crucial para permitir que as empresas realizem investimentos em novos projetos, expansão e modernização, o que desempenha um papel relevante na variação do PIB ao longo dos anos, conforme demonstrado na Imagem 1.

Imagem 1: Variação real anual do PIB.



No Brasil, a complexidade do sistema tributário e as altas taxas de impostos são frequentemente citadas como obstáculos ao investimento privado. As empresas enfrentam uma carga tributária significativa, que inclui impostos sobre lucros, folha de pagamento, vendas e importações. Além disso, o acesso ao financiamento nem sempre é fácil, especialmente para pequenas e médias empresas, que muitas vezes enfrentam obstáculos para obter crédito junto ao sistema financeiro.

No início da década de 70 o período conhecido como “milagre econômico” (1968-1973) resultou em taxas médias de investimento elevadas, 19,5% ao ano (a.a) a preços correntes e, considerando apenas o período 1970-73, 25,9% a preços de 2005, acompanhadas de grande expansão do PIB (Gráfico 2.2), que cresceu a uma taxa média de 11,2% a.a. O termo milagre deve-se ao fato de que a economia brasileira, apesar do grande crescimento registrado no período, teve desaceleração inflacionária e superávits crescentes no balanço de pagamentos. Os investimentos deste período focaram na produção de bens de consumo duráveis como complemento ao Plano de Metas. Também durante o milagre, a participação do governo na FBCF foi elevada, girando em torno de 33,1% (MADEIRA, 2010, pg. 46).

Texeira JR. (1977) fez estudo em 42 empresas do setor industrial brasileiro, divididas em: grandes empresas nacionais, pequenas/médias empresas nacionais, e empresas privadas estrangeiras, foi estudado a origem dos recursos e suas aplicações. Na pesquisa, que contemplou uma janela dos últimos anos do milagre e início do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), de 1970 a 1975, viu-se uma maior utilização do autofinanciamento pelas empresas, fortalecendo a conclusão verificada no trabalho de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) de que as empresas

menores utilizam mais o autofinanciamento como fonte de recursos para investimento, o que pode significar uma dependência, assim como aponta a comparação entre as empresas nacionais e de diferentes portes, conforme indicado na Tabela 1.

Tabela 1. Fonte dos recursos para empresas (média 1970-1975).

Fonte dos recursos	Grandes empresas nacionais (%)	Peq./Méd. empresas nacionais (%)	Empresas privadas estrangeiras (%)
Recursos próprios*	49,7	58,0	65,6
Aumento do Capital em dinheiro	14,5	14,3	15,6
Aumento do Exigível em LP	36,1	30,3	17,9

*inclui reservas de depreciação e amortização

Fonte: TEIXEIRA JR, 1977.

Apesar do estudo de Texeira Jr. (1977) indicar que houve um crescimento na utilização do autofinanciamento em média, uma análise mais detalhada do período do milagre e o início do II PND mostra que houve evolução do uso do endividamento como fonte de recurso e, em alguns anos, foi superior ao autofinanciamento e mostram o comportamento das empresas brasileiras em período de expansão de crédito e intensa atividade econômica.

A partir de 1974, o II PND manteve as taxas de investimento elevadas e garantiu uma expansão do PIB. Ainda, focou na expansão do setor de bens de produção, de modo a ampliar as exportações de matérias-primas e da produção de petróleo e geração de energia. No período de 1974 a 1979 a taxa média de investimento da economia, a preços de 2005, foi de 28,6% e o efeito disso foi sentido na primeira década de 1980 com a expansão das exportações.

Conforme TORRES FILHO (2009), o governo interfere no mercado de crédito e pode atuar na regulação, como controle do mercado financeiro, na política monetária, controlando a quantidade de moeda na economia e a taxa de juros, e pode atuar direcionando o crédito. No Brasil, foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), para disponibilizar crédito com longo prazo, para financiamentos da indústria e para infraestrutura. O BNDES foi criado em 1952 como estratégia para auxiliar no desenvolvimento brasileiro.

O BNDES, na época ainda BNDE, apoiou os investimentos privados e os investimentos governamentais foram sustentados por recursos orçamentários e

empréstimos estrangeiros tomados por vias estatais como uma forma de financiar os investimentos.

Ao analisar alguns trabalhos que buscaram utilizar regressão para modelar diferentes comportamentos entre indivíduos, Madeira (2010) identificou que entre 2003 e 2008, o fluxo de caixa, além da receita (capturando o efeito demanda) e dos juros, tiveram influência positiva nas decisões de investimentos das companhias abertas brasileiras. Isso demonstra que as empresas enfrentaram restrições financeiras no período, recorrendo, então, ao autofinanciamento.

Em suma, os resultados permitem concluir que as empresas brasileiras enfrentaram restrição de crédito no período 2003-2008, pois o fluxo de caixa foi determinante no fluxo de investimento destas. Também foi possível concluir que o efeito acelerador da demanda no investimento confirmou-se. Adicionalmente, demonstrou-se que a taxa de juros real influenciou nas decisões de investimento das empresas brasileiras no período estudado por este trabalho. (MADEIRA, 2010, pg.83).

Especialmente entre 2004 e 2008 houve uma aceleração na formação bruta de capital, que vinha aumentando desde os anos 2000, que estava associada a um processo mais amplo de expansão de mercado de consumo da renda real (e sua melhor distribuição), do emprego e do crédito. Contudo, a crise do *subprime* de 2007-2008 projetou seus efeitos negativos nos anos seguintes mesmo que as políticas contracíclicas tenham tentado mitigar seus impactos, os trabalhos utilizados para fomentar a discussão estudaram a estrutura de capital das empresas brasileiras e apontam uma ampla utilização de recursos internos à firma para financiar o investimento.

3. TAXA DE JUROS E SEUS IMPACTOS NO INVESTIMENTO PRIVADO

A taxa de juros é um dos principais determinantes do investimento privado é um canal de transmissão da política monetária para decisões de consumo e investimento.

O canal de transmissão das taxas de juros para as decisões de consumo e investimento é o canal mais conhecido da política monetária. Quando a taxa Selic sobe, as taxas de juros reais também tendem a subir. A elevação da taxa real de juros, por sua vez, pode levar à diminuição de investimentos pelas empresas e à diminuição de consumo por parte das famílias – o que, por sua vez, tende a reduzir a demanda por bens e serviços da economia, contribuindo para a redução da inflação. (BACEN, 2024).

No Brasil, a política monetária é definida pelo Banco Central, que ajusta a taxa básica de juros, conhecida como taxa Selic, para controlar a inflação e estimular o crescimento econômico. Mudanças na taxa Selic têm um impacto direto no custo do crédito e, conseqüentemente, no investimento privado. Durante períodos de taxas de juros baixas, como os observados após a crise financeira global de 2008, o investimento privado tende a se recuperar, impulsionando o crescimento econômico. No entanto, aumentos nas taxas de juros podem desacelerar o investimento e a atividade econômica.

Existe um consenso nos estudos sobre a relação positiva entre a demanda agregada e os recursos financeiros e o investimento privado, bem como sobre a relação negativa entre este e a instabilidade econômica. No entanto, há divergências quanto à relação com a taxa de juros e a relação entre o gasto público e o investimento privado, como discutido anteriormente.

Em outro estudo, foi observado um efeito de substituição, em que os investimentos públicos deslocam cerca de um terço dos investimentos privados a curto prazo, provavelmente devido à competição por recursos limitados e/ou ao impacto do aumento dos gastos públicos sobre a taxa de juros (MELO; RODRIGUES JÚNIOR, 1988). No entanto, a longo prazo, de acordo com Silva e Araújo Júnior (2011), os resultados encontrados por Cruz e Teixeira (1999) indicaram a existência de um efeito de complementaridade entre o setor público e privado.

A relação entre a taxa de juros e o investimento privado é um ponto de discordância entre os autores. Melo e Rodrigues JR. (1998), citados por Walthier e Cypriano (2008), sustentam que a taxa de juros tem uma relação negativa com o investimento, afirmando que um aumento na taxa de juros real afeta permanentemente os investimentos e o PIB. No entanto, Silva e Araújo Júnior (2011) descobriram que a taxa de juros real teve um impacto significativo no investimento privado entre 1995 e 2006, afirmando que um aumento de 1% na taxa de juros real levaria a uma queda de 0,106% no investimento privado na economia brasileira. De acordo com o estudo de Wathier e Cypriano (2008), uma redução de 1% na taxa real de juros resultaria em um aumento de 3.213 bilhões de reais no volume de investimentos privados, correspondendo a 0,92% do total investido pelo setor em 2006.

Esses resultados contrastam com grande parte da literatura que considera a taxa de juros como estatisticamente insignificante. Alguns autores argumentam que a qualidade das especificações e proxies utilizadas pode influenciar esses resultados divergentes.

Embora a taxa de juros possa não ter afetado significativamente os investimentos privados em determinados períodos, seu aumento pode prejudicar a atividade econômica, competição das empresas nacionais e aumentar os juros da dívida interna e externa. Há um dilema entre promover o crescimento econômico com uma taxa de juros mais baixa, que poderia aumentar as exportações e expandir a economia, ou elevar as taxas de juros para conter a inflação, o que impactaria os investimentos e desaceleraria a atividade econômica.

Os argumentos da visão convencional convergem para a existência de custos elevados para investir, expressos, por exemplo, na taxa de juros e nos preços dos bens de capital. Já na visão alternativa, a instabilidade macroeconômica gera um padrão de crescimento da renda marcado para taxas baixas e voláteis. Estas determinam posturas defensivas dos agentes privados, que mantêm seus níveis de investimentos em patamares necessários apenas para a proteção de suas posições de mercado, em um ambiente geralmente marcado pela baixa exposição às pressões da concorrência externa. Em síntese: o investimento é baixo porque a demanda corrente (e prospectiva) não se releva suficientemente alta para induzir as decisões privadas de gasto. (Rev. econ. contemp. 19 (2), 2015)

No entanto, há críticas em relação à desvalorização da moeda resultante de taxas de juros mais baixas. Isso pode afetar os salários, reduzindo o poder de compra e, conseqüentemente, o consumo. Nesse cenário, os benefícios de um maior volume de exportações podem ser contrabalançados por uma diminuição na demanda interna. Além disso, há o risco de pressão inflacionária, causada tanto pelo aumento na quantidade de moeda em circulação quanto pelo aumento dos custos dos insumos importados.

Alguns autores acreditam que tolerar a inflação para estimular o crescimento econômico é uma estratégia viável apenas a curto prazo, uma vez que, a longo prazo, as taxas de juros aumentariam e dificultariam o crescimento dos investimentos. Para outros, o crescimento econômico sustentável é incompatível com taxas de inflação elevadas.

Ainda, a capacidade das empresas de acessar financiamento afeta diretamente sua capacidade de investir. Quando os recursos financeiros são mais facilmente disponíveis e as condições de crédito são favoráveis, isso tende a estimular o investimento privado. Por outro lado, restrições de crédito podem inibir os investimentos, mesmo que a demanda agregada seja alta.

Outro fator relevante é a confiança dos empresários em relação ao ambiente econômico e político. A incerteza em relação às políticas governamentais, a estabilidade política e a previsibilidade das condições econômicas podem influenciar a decisão dos empresários de investir. Quando há confiança na estabilidade e no crescimento econômico, os empresários tendem a estar mais propensos a investir em expansão e modernização de suas operações.

Portanto, nas perspectivas teóricas de Keynes ([1936] 2007) e Kalecki ([1954] 1977), o que determina os investimentos privados é comportamento da demanda. Ademais, a incorporação de novos equipamentos ao processo produtivo é um fator central, decorrente dos investimentos, que eleva a produtividade. Ou seja, produtividade é resultado dos investimentos, não a sua causa, cujo motor de estímulo nasce do comportamento da demanda (Bastos et al., 2015). (Brazil. J. Polit. Econ. 42)

A capacidade produtiva existente também desempenha um papel importante. Se as empresas já estiverem operando próximas de sua capacidade máxima, é mais provável que elas invistam em novas instalações e equipamentos para aumentar sua capacidade produtiva. Por outro lado, se a capacidade produtiva estiver subutilizada, as empresas podem ser mais cautelosas em relação aos investimentos.

No contexto específico do Brasil, também é relevante considerar a carga tributária e o ambiente regulatório. Altos impostos e regulamentações excessivas podem dificultar o investimento privado, afetando negativamente a demanda agregada. Políticas governamentais que visam reduzir a burocracia, simplificar o sistema tributário e melhorar o ambiente de negócios podem incentivar o investimento privado e impulsionar a demanda agregada.

Em relação a relação entre gasto público e investimento privado, há diferentes perspectivas. Alguns estudos argumentam que altos níveis de gasto público podem competir por recursos limitados, deslocando os investimentos privados. No entanto, outros pesquisadores afirmam que o gasto público pode estimular a economia como um todo, criando um ambiente propício para o investimento privado. A eficácia do

gasto público em impulsionar o investimento privado depende de vários fatores, como a qualidade dos projetos de investimento público, a eficiência na alocação de recursos e a capacidade do setor público de criar um ambiente estável e favorável aos negócios.

Estudo mais amplo realizado por Reis et al. (2019) indica que esses gastos públicos impulsionaram não somente os investimentos privados, entre os anos de 1982 e 2013, mas também a produção industrial e o crescimento econômico do país. Além disso, não foi considerado o efeito desses gastos públicos sobre os investimentos empresariais em construção civil, os quais também podem ser induzidos em resposta à necessidade de instalação de novas unidades produtivas. Sanches e Rocha (2010) apontam efeito multiplicador expressivo dos investimentos públicos estaduais e regionais sobre os investimentos privados (empresas e famílias) em construção civil, variando entre 0,656 e 1,135. (Brazil. J. Polit. Econ. 42, 2022)

3.1 Relação entre Gasto Público e Investimento Privado

O nível de gasto público em uma economia pode influenciar o investimento privado de várias maneiras. Quando o governo aumenta os gastos em infraestrutura, pesquisa e desenvolvimento, educação e outros setores-chave, isso pode criar um ambiente favorável para o investimento privado. Por exemplo, investimentos públicos em infraestrutura podem reduzir os custos de produção e melhorar a competitividade das empresas, estimulando assim o investimento do setor privado.

No entanto, o aumento do gasto público também pode ter efeitos negativos sobre o investimento privado, especialmente se for financiado por meio de aumentos de impostos ou endividamento público. A elevação dos impostos pode reduzir a renda disponível das famílias e das empresas, reduzindo assim a demanda por bens e serviços e prejudicando os lucros das empresas. Além disso, o aumento da dívida pública pode elevar as taxas de juros e criar incertezas sobre a sustentabilidade das finanças públicas, o que pode desencorajar o investimento privado.

Para Keynes, O Estado deve atuar de forma mais concreta, com gastos públicos, mais investimentos e redução de carga tributária, para assim reduzir os possíveis efeitos do ciclo econômico (LOPES; VASCONCELLOS, 2008). Apesar dos custos de capital serem significativamente relacionados com os investimentos, sua elasticidade tende a ser pequena, como argumentado por Chirinko e Fazzari (1998). Assim, o efeito da política fiscal por este canal também é pequeno. Alesina *et al* (1999) colocam que não é evidente que uma cuidadosa modelagem de incentivos tributários

faça muita diferença e, em seu trabalho, partem desta literatura enfatizando os efeitos da política fiscal principalmente pelo mercado de trabalho.

Segundo a corrente que defende a importância do investimento público para o investimento privado, as inversões governamentais, principalmente em infraestrutura, elevam a produtividade global da economia. A visão oposta acredita que pode haver impacto negativo caso haja elevação da taxa de juro da economia para financiar o gasto público ou concorrência por recursos limitados (Melo e Junior, 1998). Para Biasoto e Afonso (2007), o grande desafio é preservar os investimentos públicos em patamares elevados preservando o equilíbrio fiscal enquanto desenvolvem-se condições institucionais necessárias para o aumento dos investimentos privados em diversos setores, inclusive os que são tipicamente de atuação do Estado.

Historicamente, os bancos públicos tiveram um papel extremamente relevante no financiamento dos investimentos no Brasil. Porém, é preciso desenvolver ainda mais o mercado de crédito e o mercado de capitais, criando fontes alternativas de financiamento de longo prazo (Studart, 2005).

3.2 Impactos da Instabilidade Econômica na Decisão de Investimento

A instabilidade econômica e a incerteza política podem ter efeitos significativos sobre as decisões de investimento privado. Empresas geralmente evitam realizar investimentos de longo prazo em ambientes caracterizados por altos níveis de volatilidade econômica e política, pois isso aumenta o risco associado aos projetos de investimento. Além disso, a instabilidade econômica pode levar a flutuações nos preços, nas taxas de câmbio e nas políticas governamentais, o que pode afetar negativamente os retornos esperados dos investimentos e dificultar o planejamento estratégico das empresas.

Devido a crescentes descuidos fiscais e a adoção de políticas desenvolvimentistas que não combateram a inflação, com o segundo choque do petróleo e a adoção de políticas errôneas, o Brasil entrou em uma espiral inflacionária da qual sucedeu o II PND e somente se recuperou com a adoção do Plano Real. Durante todo o período de 1995 a 2005, o Brasil enfrentou desafios relacionados à dívida pública e à necessidade de realizar ajustes fiscais para manter a estabilidade macroeconômica e garantir a sustentabilidade das finanças públicas.

Devido à impossibilidade de continuar atuando na economia, o governo mudou sua estratégia, voltando-se para uma tentativa de controle de preços e inúmeros

planos econômicos fracassados, que deixaram a questão do crescimento e do investimento em segundo plano. Em resumo, o Brasil vivia um período de déficit público crescente, governo sem credibilidade, dívida externa crescente, crescimento volátil, inflação recorde, investimentos públicos e privados em queda.

A Constituição Federal de 1988 trouxe algumas mudanças institucionais importantes no que diz respeito ao investimento. Ela introduziu mudanças fundamentais nas relações intergovernamentais ao aprofundar o processo de descentralização fiscal da União em favor dos Estados e Municípios. Por um lado, foram atribuídas novas receitas aos Estados e Municípios que antes eram de competência federal. Junto a isso, foram criados novos gastos para a União sem uma contrapartida de receita para os mesmos. Esses movimentos ajudaram a explicar a evolução da FBCF pública ao longo da década de 90, que viu um crescimento puxado por essas novas receitas dos Estados e Municípios em detrimento dos gastos em investimento no âmbito federal.

Outro movimento importante durante esse período foi o das privatizações. Com a nova Constituição foi possível a realização do Programa Nacional de Desestatização (PND). A partir desse programa, ao longo dos anos de 1990 e 2000, foram privatizadas mais de 100 empresas. O resultado foi a arrecadação de US\$ 105,3 bilhões em receitas para o governo (sendo US\$ 87 bilhões procedente de vendas das empresas estatais e US\$ 18 bilhões referentes a dívidas das mesmas que foram repassadas aos novos proprietários (MONTES e REIS, 2011).

A partir do Plano Real, com controle da inflação, os índices de investimento começaram a dar sinais de aquecimento. Porém estes investimentos não se mantiveram robustos a ponto de recolocar o País em uma rota de crescimento: a recuperação da confiança no governo e a estabilização não foram suficientes para gerar uma elevada soma de investimentos pelo setor privado. Somado a isso, no início do Plano Real, tivemos a âncora monetária, onde, para se combater a inflação, foram praticadas taxas de juros altas, chegando a 40% ao ano, reforçando os ganhos no setor financeiro em detrimento do setor produtivo e dificultando e encarecendo as opções de investimento na economia real do país.

Podemos observar que a FBCF total cai a partir dos anos 1990, recuperando-se apenas na segunda metade dos anos 2000. Transcorridas as três crises internacionais da segunda metade da década de 1990, observa-se que a FBCF do

setor público apresentou tendência de queda ao longo dos anos 2000, sendo esta, contrabalançada pela recuperação do investimento privado: a taxa de investimento do setor público passou dos 4% em 1995 para aproximadamente 2% em 2003, refletindo o avanço das privatizações durante o período e o ajuste fiscal iniciado em 1998. Entretanto, observa-se que mesmo depois de transcorrido o processo de privatizações, o investimento privado não apresentou tendência de crescimento, o que repercutiu na manutenção da FBCF total em um mesmo patamar.

4. TAXA DE CÂMBIO E SUA IMPORTÂNCIA NO ESTÍMULO AO INVESTIMENTO PRIVADO

Outro canal importante de transmissão da política monetária é o da taxa de câmbio, principalmente em economias abertas. Quando a taxa de juros sobe, a moeda doméstica tende a se valorizar (o dólar fica mais barato frente ao Real), diminuindo o nível de preços dos bens comercializáveis internacionalmente quando expressos em moeda nacional. A taxa de câmbio afeta a inflação por dois mecanismos. O primeiro é a diminuição dos preços de bens de consumo importados e de insumos utilizados na produção de bens. O outro efeito ocorre por meio da demanda agregada. O dólar mais barato desincentiva as exportações e estimula as importações. Com isso, a demanda por bens domésticos cai, reduzindo a pressão sobre o nível de preços. (BACEN, 2024)

De acordo com Wathier e Cypriano (2008), em seu estudo, a taxa de câmbio, que pode ter impactos positivos ou negativos sobre o investimento privado, não demonstrou significância no contexto brasileiro. Isso pode ser explicado pelo fato de que a taxa de câmbio foi a variável mais volátil e imprevisível em sua análise.

No entanto, Gala e Libanio (2008) argumentam que um câmbio apreciado estimula o investimento agregado, tornando a importação de máquinas, equipamentos e novas tecnologias mais acessível. Entretanto, na década de 90, isso não se concretizou no Brasil, onde o investimento médio foi notavelmente baixo, impactando negativamente, principalmente, no setor industrial.

É importante destacar que o aumento das importações não garante necessariamente um aumento nos investimentos, uma vez que a perda decorrente da redução dos lucros das empresas, devido à valorização da moeda, pode ser maior do que os benefícios derivados dos custos mais baixos de bens de capital estrangeiros.

O Brasil enfrentou vários ciclos de sobrevalorização cambial que afetaram negativamente o investimento agregado, diminuindo os lucros nos setores de bens comercializáveis.

A sobrevalorização também prejudica a capacidade interna de inovação do país e seu desempenho tecnológico, pois a importação de máquinas e equipamentos substitui os bens de capital domésticos. No entanto, a valorização cambial pode aumentar os investimentos totais se os benefícios do setor de bens não comercializáveis superarem as perdas nos setores de bens comercializáveis (GALA; LIBANIO, 2008).

Embora haja divergências, muitos autores argumentam que a depreciação cambial também não é a solução ideal para estimular os investimentos no Brasil. Gala e Libanio (2008) afirmam que a desvalorização da moeda pode aumentar os investimentos privados e as exportações a curto prazo, mas reduz o salário real. Um câmbio competitivo, por outro lado, pode contribuir para o crescimento sustentável a longo prazo, permitindo aumentar os investimentos e a produtividade econômica. Nesse cenário, o salário real aumenta de forma equilibrada, impulsionado pelo aumento da poupança doméstica, e não artificialmente devido a sobrevalorizações da moeda.

Críticos do regime cambial brasileiro atual defendem uma maior intervenção governamental e uma taxa de câmbio depreciada para favorecer as exportações líquidas, resultando em superávits nas contas correntes e impulsionando o crescimento econômico. Para alcançar um superávit comercial, é necessário que a poupança doméstica seja maior do que o investimento, ou seja, que a produção supere a demanda interna. A China, por exemplo, mantém uma alta taxa de investimento em relação ao PIB, com uma taxa de poupança ainda maior, o que gera superávits comerciais devido ao excesso de poupança doméstica (PASTORE, 2010a).

Um aspecto importante é o efeito da taxa de câmbio sobre a competitividade das empresas no mercado internacional. Uma taxa de câmbio depreciada pode tornar os produtos brasileiros mais competitivos no exterior, estimulando as exportações e, conseqüentemente, impulsionando o investimento privado voltado para a expansão da capacidade produtiva e o desenvolvimento de novos mercados. Por outro lado, uma taxa de câmbio apreciada pode dificultar a competição no exterior, reduzindo as exportações e afetando negativamente o investimento privado.

A volatilidade cambial também desempenha um papel importante. Flutuações excessivas na taxa de câmbio podem criar incertezas e riscos para as empresas, tornando-as mais cautelosas em relação aos investimentos de longo prazo. Empresas que dependem de importações de insumos ou que têm dívidas denominadas em moeda estrangeira podem enfrentar dificuldades adicionais quando a taxa de câmbio é volátil, o que pode afetar negativamente seus planos de investimento.

Além disso, a política cambial adotada pelo governo também pode influenciar o investimento privado. No Brasil, por exemplo, o Banco Central realiza leilões de compra e venda de moeda estrangeira para intervir no mercado cambial e controlar a volatilidade da taxa de câmbio. Essas intervenções podem ter impactos no comportamento dos agentes econômicos e influenciar suas decisões de investimento.

4.1 Facilitação do Acesso ao Crédito

Quanto a facilitação do acesso ao crédito, este se faz importante para permitir que as empresas financiem investimentos em novos projetos, expansão e modernização. Isso pode incluir medidas para reduzir o custo do crédito, como a redução das taxas de juros, a expansão do crédito subsidiado e o apoio ao desenvolvimento de mercados de capitais mais robustos e acessíveis. Isto é, o investimento privado está diretamente relacionado ao crescimento econômico e ao desenvolvimento sustentável do Brasil, e para que o ambiente seja propício ao investimento privado, o Governo pode adotar políticas incluindo reformas estruturais, mencionado acima, investimentos em infraestrutura, e incentivos fiscais e subsídios. Ao implementar essas políticas de forma eficaz, o Brasil pode atrair investimentos privados significativos e impulsionar o crescimento econômico nos próximos anos.

A capacidade da empresa de se autofinanciar através de seus recursos próprios é extremamente importante na decisão de investimento da firma. A disponibilidade interna de fundos da firma, por sua vez, está diretamente correlacionado com os lucros da empresa. Segundo Fazzari (1993), o canal de transmissão pelo qual a restrição financeira atua sobre a decisão de investimento é diretamente relacionado à diferença de custo entre o uso de crédito externo e autofinanciamento.

Empresas com maior valor de mercado, em geral, possuem acesso a taxas de juros menores do que as firmas pequenas, devido ao baixo risco a que estão associadas. Essas empresas conseguem captar no mercado de crédito interno e

externo, com maior facilidade e taxas mais baratas, além de, geralmente, possuírem uma disponibilidade de recursos internos superior. Isto diminui a importância do movimento das taxas nas suas decisões de investimento e amplia a importância de políticas fiscais de estímulo da demanda, já que a perspectiva de maiores vendas e lucros futuros faz com que os empresários façam novos investimentos, ou mesmo antecipem movimentos já programados.

5. A DÍVIDA PÚBLICA E SEUS REFLEXOS NO INVESTIMENTO PRIVADO

A crise da dívida no Brasil, que emergiu após o período do Milagre Econômico, revelou-se como um marco significativo na história econômica do país. Durante o Milagre Econômico, que se estendeu até 1973, o Brasil experimentou um período de crescimento econômico excepcional, impulsionado por empréstimos e investimentos externos massivos. No entanto, essa bonança econômica foi seguida por uma crise profunda, causada pelo considerável endividamento do país. Essa crise não foi exclusiva do Brasil, afetando também outros países, como demonstrado pelo impacto nos países asiáticos e no Chile, que implementaram medidas rigorosas para conter a entrada de capitais e lidar com a desvalorização da taxa de câmbio.

Posteriormente, após a implementação do Plano Real e a estabilização monetária nos anos 90, o Brasil, juntamente com outros países da América Latina, adotou a estratégia de crescimento por meio da poupança externa, conforme preconizado pelo Consenso de Washington. Essa abordagem, embora amplamente aceita e integrada à teoria neoclássica, não foi isenta de críticas. O Brasil, ao seguir essa estratégia, acabou aumentando seu endividamento e ampliando o déficit em conta corrente, sem alcançar o aumento esperado nos investimentos. Enquanto isso, os países asiáticos aprenderam com a crise no balanço de pagamentos em 1997 e logo restabeleceram a desvalorização de suas moedas para evitar crises semelhantes.

Bresser-Pereira (1990) destaca a dívida externa como um elemento central, embora não decisivo, das grandes crises enfrentadas pelo Brasil, especialmente na década de 1980. Ele descreve essa crise como possivelmente a mais grave já enfrentada pelo país, caracterizada pela hiperinflação, queda na taxa de investimento e estagnação da renda per capita. Segundo o autor, a dívida externa, juntamente com

outros fatores, foi fundamental para o declínio da expansão econômica, após mais de um século de crescimento do PIB.

Embora a dívida externa brasileira tenha sido reduzida ao longo dos anos, isso resultou em um aumento expressivo da dívida interna, mantendo a dívida total em crescimento contínuo. A contração dos investimentos, especialmente na infraestrutura, teve impactos significativos nos investimentos privados, na geração de empregos e no crescimento econômico como um todo. Resolver o problema da dívida pública tornou-se crucial para revitalizar o crescimento econômico. Aumentar a tributação para obter mais receita e reduzir a dívida tornou-se uma alternativa, embora isso possa inibir os investimentos privados e afetar o equilíbrio patrimonial das empresas.

Em resumo, os impostos não são um impulsionador direto dos investimentos nem da expansão econômica. Os gastos com consumo do governo tendem a ter uma relação negativa com o crescimento real do produto, enquanto os gastos com investimento geralmente têm uma relação positiva. Assim, priorizar os gastos com capital pode ser fundamental para estimular os investimentos, tanto públicos quanto privados, especialmente quando direcionados para infraestrutura, como apontado por Rocha e Giuberti (2007).

6. INVESTIMENTO PRIVADO NO BRASIL: ANÁLISE E PERSPECTIVAS

Diversos estudos têm buscado identificar os determinantes do investimento privado no Brasil. Rocha e Teixeira (1996), Melo e Rodrigues Júnior (1998), Reis (et al. 1999), Cruz e Teixeira (1999), Bresser-Pereira (2001), Ribeiro e Teixeira (2001), Cavalcanti (et al. 2002) são apenas alguns exemplos desses esforços acadêmicos. No entanto, é interessante notar que nenhum desses estudos incluiu a carga tributária como um determinante, embora ela exerça um impacto significativo no investimento privado, especialmente no contexto brasileiro.

A elevação da carga tributária, como apontado por Santos e Pires (2009), tende a desestimular os investimentos privados, reduzindo, por conseguinte, o crescimento do produto potencial do país. No entanto, a redução dos impostos não é uma solução isenta de problemas. Ela pode comprometer o financiamento dos gastos públicos, que incluem investimentos em áreas essenciais como saúde, educação e infraestrutura, além de programas de assistência social e transferências de renda, fundamentais para combater a desigualdade de renda e promover o desenvolvimento econômico e social.

Em suma, os impostos desempenham um papel complexo na economia, e sua relação com o investimento privado e o crescimento econômico é multifacetada. Embora os gastos correntes do governo possam gerar externalidades positivas para a expansão da economia, a priorização dos gastos com capital é muitas vezes necessária para impulsionar os investimentos e aumentar a produtividade, especialmente quando direcionados para infraestrutura. Este é um aspecto crucial a ser considerado na formulação de políticas econômicas e fiscais no Brasil e em outros países.

6.1 Formação Bruta de Capital

Apesar de terem um crescimento mais modesto, os investimentos privados exercem uma influência considerável sobre o total de investimentos, sendo significativamente maiores em proporção aos investimentos públicos. Essa constatação se dá através dos dados do IBGE, onde a formação bruta de capital (FBC) do setor privado foi calculada subtraindo-se a FBC total pela FBC das administrações públicas. Quanto à relação ao fenômeno conhecido como Crowding in/out, sua análise torna-se complexa com esses dados, pois os investimentos públicos e privados se alinham em alguns anos com crescimentos (1999-2000; 2003-2006) e declínios (2001-2002), enquanto em outros anos, um cresce enquanto o outro diminui (2000-2001), ou até mesmo têm crescimento negativo (1996-1999; 2002-2003).

Portanto, não foi possível estabelecer uma clara relação de complementaridade ou substituição entre eles. É importante notar que não foram disponibilizados dados específicos sobre a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) para os setores público e privado. No entanto, a discrepância entre a FBCF a partir de 2010 e a formação bruta de capital total (FBCT) é relativamente pequena, já que a FBCT engloba os estoques, ou seja, o que não é vendido.

6.2 PIB e Formação Bruta de Capital Fixo

Para esta análise, foi utilizado dados sobre o crescimento real do investimento e do Produto Interno Bruto (PIB). Foi feita uma média simples desses dados, considerando que as informações do IPEADATA, referentes ao ano de 2010, estavam disponíveis com frequência trimestral e anualizados. Os valores em reais (R\$) foram calculados com base nesse crescimento, tendo como ponto de partida o ano de 2015. Esses valores foram obtidos somando os trimestres da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) nominal e o PIB a preços de mercado, ambos com referência em 2010 e

provenientes do IPEADATA. Os valores totais foram de aproximadamente 1,085 trilhão de reais para a FBCF nominal e cerca de 6,001 trilhões de reais para o PIB, como demonstrado na Tabela 2.

Tabela 2. Histórico da distribuição do PIB e formação Bruta de Capital.

Ano	FBCF (em milhões)	PIB (em milhões)
1996	BRL 674.033,84	BRL 3.629.345,49
1997	BRL 731.495,23	BRL 3.753.469,11
1998	BRL 730.635,72	BRL 3.767.075,43
1999	BRL 666.431,11	BRL 3.785.157,40
2000	BRL 698.436,46	BRL 3.951.136,55
2001	BRL 708.965,39	BRL 4.007.835,36
2002	BRL 699.996,98	BRL 4.129.272,77
2003	BRL 672.889,60	BRL 4.177.482,03
2004	BRL 730.488,94	BRL 4.417.269,50
2005	BRL 744.843,05	BRL 4.559.836,87
2006	BRL 794.766,16	BRL 4.740.520,40
2007	BRL 889.184,38	BRL 5.027.795,94
2008	BRL 998.420,68	BRL 5.285.596,18
2009	BRL 976.729,99	BRL 5.279.385,60
2010	BRL 1.159.842,44	BRL 5.679.695,02
2011	BRL 1.238.276,79	BRL 5.906.882,82
2012	BRL 1.248.368,74	BRL 6.020.147,29
2013	BRL 1.320.867,76	BRL 6.201.203,22
2014	BRL 1.263.938,36	BRL 6.234.844,75
2015	BRL 1.085.280,67	BRL 6.000.570,46

Fonte: IPEADATA (2017).

Pode-se analisar que não houve crescimento significativo do FBCF e do PIB ao longo do período. O auge do crescimento da FBCF foi em 2010, inferior a 19%, desempenho esse que refletiu no emprego e na renda. Ainda, conforme dados do IPEADATA (2017), nota-se que nos anos 2010 e 2015, anos em que tiveram o maior e o menor crescimento do FBCF, respectivamente, houve crescimento do PIB, conforme demonstrado na Tabela 3.

Tabela 3. Histórico da relação da FBCF com o PIB e Investimentos.

Ano	Investimento (%)	PIB (%)
1997	8,53	3,42
1998	-0,12	0,36
1999	-8,79	0,48
2000	4,8	4,39
2001	1,51	1,44
2002	-1,27	3,03

2003	-3,87	1,17
2004	8,56	5,74
2005	1,97	3,23
2006	6,7	3,96
2007	11,88	6,06
2008	12,29	5,13
2009	-2,17	-0,12
2010	18,75	7,58
2011	6,76	4
2012	0,82	1,92
2013	5,81	3,01
2014	-4,31	0,54
2015	-14,14	-3,76

Fonte: IPEADATA (2017).

Tendo visto nos capítulos anteriores a dissertação os efeitos multiplicador e acelerador, apresentado que o FBCF impacta no PIB, sendo uma relação em que o PIB também interfere no FBCF. Sendo assim, com a tabela abaixo podemos analisar o crescimento real do investimento e do PIB no intervalo do período estudado.

Vê-se em 2004 que o crescimento real dos investimentos chegou a 8,56% e do PIB a 5,74%, podendo ter sido influenciados pela implementação das parcelas público-privadas no Governo Lula, e a introdução de programas sociais (Minha Casa Minha Vida e Bolsa Família), em que impactaram diretamente na renda dos agentes econômicos. Em 2008, a variação de ambas as variáveis foi relativamente pequena, contudo, em 2009, nos efeitos da crise externa do Brasil, a queda foi brusca, apresentando um crescimento de -2,17% e 0,12%, respectivamente, em que foi identificado um primeiro crescimento negativo do PIB no período de 1997-2015. Já em 2011, com o mandato Dilma, o crescimento diminui para ambos e no ano subsequente diminui mais, voltando a crescimento somente em 2013.

No geral, entende-se que as oscilações de crescimento do PIB e dos investimentos coincidiram, mostrando que há uma relação positiva entre eles.

6.3 Contribuição do Investimento para o PIB e Taxa de Investimento

A taxa de investimento nominal, que nada mais é do que a taxa de investimento em proporção do PIB, foi calculada com a média geométrica dos dados trimestrais do IPEADATA. Foi extraído desse cálculo que no período de 2010 a 2014 houve a maior taxa de investimento, em que passaram de 20%, enquanto em 2012 houve um crescimento real do investimento bem baixo, chegando a ser negativo em 2014. Sob a ótica de Coutinho (2010), a taxa de crescimento do investimento deve ser sempre maior que a do PIB, para que, assim, seja evitado até mesmo as crises inflacionárias como resultado de excessos de demanda agregada. (SILVA; ARAÚJO JÚNIOR,

2011). Mas, conforme observado através da tabela, essa ideia não foi obtida na prática em vários anos, foram eles: 1998, 1999, 2002, 2003, 2005, 2009, 2012 e 2014.

É apontado que para que o PIB se expanda em um nível desejável, seria necessário que as taxas de investimentos fossem superiores a 20%. A média no intervalo de 1996 a 2015, foi de 18,69% de crescimento do investimento em proporção do PIB. “Para o Brasil manter taxas médias de crescimento superior a 4% ao ano é necessário alcançar uma relação investimento/PIB de 21%”. (MARQUETTI, 2010, p.87). Considerando esses dados, o país precisava expandir a sua FBCF para alcançar melhores resultados.

Ainda conforme a tabela apresentada abaixo, vê-se que a contribuição do investimento no PIB esteve negativa em 9 anos, dos 19, e nos demais anos apresentou resultados inferior a 1,7%, exceto e 1995 e 2010, conforme demonstra a Tabela 4.

Tabela 4. Histórico da contribuição do Investimento no PIB brasileiro.

Ano	Taxa de Investimento (%)	Contribuição (%)
1995	-	1,79
1996	18,66	-0,45
1997	19,14	0,21
1998	18,54	-1,9
1999	17,04	-3,49
2000	18,33	0,23
2001	18,42	-1,85
2002	17,94	-3,28
2003	16,63	-1,66
2004	17,32	0,54
2005	17,06	-1,79
2006	17,22	0,25
2007	17,97	1,32
2008	19,34	1,62
2009	19,02	-4,56
2010	20,52	3,82
2011	20,6	0,56
2012	20,71	-1,63
2013	20,94	1,45
2014	20,18	
2015	18,16	

Fonte: IPEADATA (2017).

CONCLUSÃO

Neste estudo foi analisado o comportamento dos investimentos em Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) público e privado na economia brasileira no intervalo de 1995 a 2015. Neste período, constatou-se uma grande lacuna nos dados relacionados ao investimento público, dado a prevalência do enfoque nos investimentos privados. Assim, tornou-se inviável estabelecer relações macroeconômicas específicas para cada setor.

Para o estudo do impacto da FBCF na atividade econômica, foi discutido conceitos relevantes como: efeito “crowding in”, que impulsiona os investimentos privados, e o “crowding out”, que pode resultar na redução desses investimentos devido ao aumento dos gastos públicos. Ainda, houve uma abordagem ao efeito acelerador, o qual amplia os investimentos em resposta ao estímulo da atividade econômica, e o efeito multiplicador, que demonstra como pequenas variações nos investimentos podem gerar mais investimentos, atuando como multiplicador, e foi visto que esses efeitos podem se complementar.

Apesar da hipótese de que o investimento tem precedente no crescimento econômico, há indícios de que o inverso também se dá. Essa análise tem contraste com algumas teorias que consideram o investimento como um ônus da economia. O investimento que afeta a renda, o emprego e o produto no curto prazo, operando nas flutuações macroeconômicas, sendo de forma induzida ou autônoma.

Embora a hipótese de que o crescimento econômico precede o investimento pareça plausível, há indícios de que o inverso também possa ser verdadeiro, o que contrasta com algumas teorias que consideram o investimento como um ônus para a economia. Contudo, a renda também exerce influência sobre o investimento, entre outros fatores.

As correlações entre as diferentes variáveis macroeconômicas envolvidas reforçaram a correlação positiva entre a FBCF e o crédito, as vendas e o Produto Interno Bruto (PIB), e uma correlação negativa com a taxa Selic e a dívida pública. De acordo com o modelo IS-LM discutido neste trabalho, as vendas impactam positivamente os investimentos, enquanto a taxa de juros interfere e, consequentemente, impacta negativamente, o que é corroborado pelas correlações observadas.

Durante o período analisado na pesquisa, de 1997 a 2015, apenas 1999 e 2002, que registaram o não crescimento simultâneo das variáveis, quando o PIB teve crescimento mínimo e o investimento apresentou queda negativa, e 2008, em que o PIB diminuiu apesar de um leve aumento nos investimentos.

Já em 2008, 2010 e 2013, o investimento contribuiu significativamente para o PIB, especialmente em 2010, representando 50,38% do crescimento do PIB. Entretanto, a média de contribuição foi negativa (-0,46%), o que era esperado, considerando que foi negativa em 9 dos 19 anos analisados, e nos anos em que foi positiva, não ultrapassou 2%.

A taxa de investimento em relação ao PIB foi superior a 20% apenas entre 2010 e 2014, enquanto o maior crescimento da FBCF, em 2010, foi inferior a 19%, indicando um desempenho relativamente baixo dos investimentos entre 1995 e 2015. Durante o mesmo período, o PIB cresceu mais de 5% em apenas três anos. Essa situação ressalta a necessidade de encontrar métodos para estimular os investimentos e garantir sua sustentabilidade econômica.

Em relação à taxa de câmbio e à taxa de juros, é importante destacar algumas observações que ilustram as dificuldades na tomada de decisões políticas e econômicas, bem como o dilema enfrentado pelos investidores. Há críticas à apreciação da moeda, que torna os recursos mais caros e estimula o consumo de bens importados, prejudicando os investimentos privados. No entanto, a correlação entre a taxa de câmbio efetiva real e os investimentos foi negativa, sugerindo que maiores investimentos estariam associados a taxas de câmbio mais baixas, contradizendo algumas teorias. Da mesma forma, a correlação negativa entre a taxa de juros e o investimento confirma a falta de uma relação positiva entre essas variáveis, como observado por autores como: Melo e Rodrigues Jr (1998), apud Walthier e Cypriano (2008), Lima et al (1995), apud Grasel e Santana (1995), Silva e Araújo Júnior (2011), Sonaglio e Braga e Campos (2010).

[...] o investimento das firmas brasileiras depende fundamentalmente do fluxo de caixa, resultado interpretado pela autora como uma indicação da existências de restrições financeiras ao investimento. Uma vez decidida a ampliar o estoque de capital fixo, a empresa recorrerá ao capital próprio. Uma outra explicação possível para o resultado encontrado para a taxa de juros pode estar relacionado à baixa disponibilidade de recursos. (ALVES; LUPORINI, 2008, p.11).

Em resumo, há uma ampla gama de relações de causa e efeito na economia. Por exemplo, a apreciação da moeda pode estimular a importação de bens de capital, mas também pode ser que. Investidor ache mais rentável as aplicações financeiras, ou ainda, não tenha motivos para importar máquinas e equipamentos, visto que o consumo tende a cair, dado que a moeda valorizada não estimula a compra de bens nacionais e torna o crédito mais caro, impactando na demanda agregada e na oferta, consequentemente. Ainda, é dito que a depreciação da moeda, desvaloriza o salário real, afetando o consumo. Contudo, esta ao possibilitar recursos mais baratos, incentivar as exportações e os investimentos, incentiva o consumo, assim como o aumento do salário real.

Para as políticas voltadas à expansão econômica, em um cenário que sejam executadas a política fiscal expansionista e também a monetário expansionista. Ambas trazem o aumento do produto, conforme visto no capítulo 1.2.2 com o modelo IS-LM. Porém, a política fiscal implica em uma taxa de juros maior, enquanto a monetária implica uma taxa menor. A resultante dependerá de qual das políticas for predominante sobre a taxa de juros. Somado a isso, com a análise sobre FBCF e algumas variáveis econômicas pode apresentar diferentes resultados ao se mudar o período observado, a duração deste ou mesmo o país que se faz a análise. Mas, ainda que seja o mesmo país, mesma duração de tempo e mesmo se tomem as mesmas decisões e se disponha dos mesmos recursos em dois períodos distintos: as expectativas não são as mesmas, nem os governantes, nem os fatores exógenos, nem mesmos os agentes econômicos uma vez que estes mudam suas percepções e preferências ao longo do tempo, ou seja, a economia está ligada a um ambiente de incertezas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S. e ROBINSON, J. A. Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution. Source: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, Nº. 4, novembro, 2002, pp. 1231-1294.

ALVES, J; LUPORINI, V. Determinantes do investimento privado no Brasil: Uma análise de painel setorial. Anais do 36º Encontro Nacional de Economia - ANPEC, 2008.

ASCHAUER, D. Is public expenditure productive? Journal of Monetary Economics, v. 23, p. 177-200, 1989a.

ASCHAUER, D. Does public capital crowd out private capital? Journal of Monetary Economics, v. 24, p. 171-188, 1989b.

BACEN. Banco Central do Brasil. Mecanismos de transmissão da política monetária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/transmissaopoliticamonetaria>. Acesso em 12 de junho de 2024.

BACHA, L; BONELLI, R. Uma interpretação das causas da desaceleração econômica do Brasil. Revista de Economia Política, v. 25, n. 3, julho/setembro, 2005.

BACHA, E.; BONELLI, R. Accounting for the rise and fall of Brazil's post-WW-II growth. Texto para Discussão, Rio de Janeiro, IEPE/CdG, n. 25, 2012. Disponível em: <Disponível em: <http://www.iepecdg.com/> >

BARDSEN, G. et al. The econometrics of macroeconomic modeling. Oxford: Oxford University Press, 2005.

BELLUZZO, L; ALMEIDA, G. Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BLANCHARD, O. Macroeconomia. 4. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BLEJER, M.; KHAN, M. Government policy and private investment in developing countries. IMF Staff Papers, n. 31 (2), junho, 1984, p. 379-403,

BRESSER-PEREIRA, L. C. Estratégias e Consequências do Endividamento Externo. Economia e Sociedade, 1990.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Determinantes do Investimento Privado no Brasil: Análise e Perspectivas. Revista de Economia Política, 2001.

BRESSER-PEREIRA, L. C. et al. Macroeconomia Desenvolvimentista: teoria e política econômica do novo desenvolvimentismo. Rio de Janeiro, Campus, 2016.

CARNEIRO, R. Dinâmica de crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo. Texto Para Discussão, IE/Unicamp, n. 130, 2007.

CARNEIRO, R. Velhos e novos desenvolvimentismos. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 21, Número Especial, p. 749-778, dezembro, 2012.

CARVALHO, L; RIBEIRO, F. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Econômica*, v. 26, n. 50, p. 7-25, 2008.

CAVALCANTI, R. F., et al. Determinantes do Investimento Privado no Brasil: Uma Abordagem Empírica. *Revista Brasileira de Economia*, 2002.

EASTERLY, W. *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics*. The MIT Press, 2004.

ERDEN, L.; HOLCOMBE, R. The effects of public investment on private investment in developing economies. *Public Finance Review*, v. 33, n. 5, p. 575-602, 2005.

GALA, P; LIBANIO, G. O câmbio, a acumulação e o crescimento da economia brasileira. *Revista de Economia Política*, vol. 28, nº 3, pp. 354-373, 2008. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rep/a/3SYz9VB7xVZf4XMXjChMTgM/?format=pdf&lang=pt>.

Acesso em: 11 mar. 2024.

GALA, P; LIBANIO, G. Efeitos da apreciação cambial nos salários, lucros, consumo, investimento, poupança e produtividade: uma perspectiva de curto e longo prazo. 2008. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 36., 2008, Salvador. Trabalhos apresentados... Niterói: ANPEC, 2008. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807032223270-.pdf>>.

GONÇALVES, C. Metas de Inflação e Mecanismos de Transmissão de Política Monetária: o caso brasileiro. *Economia Aplicada*, Vol 5, Nº 1, janeiro, 2001, pp 159-176.

GRASEL, D; SANTANA, E. Determinantes do investimento no Brasil: 1980/90. *Revista Textos de Economia*, UFSC, Florianópolis, 1995.

GUJARATI, D. *Econometria básica*, 3ª ed. São Paulo: Pearson Education, 2000.

HALL, R.; MARC, L. *Macroeconomia: princípios e aplicações* São Paulo: Thompson, 2003.

HERMANN, A. M. *Fundamentos de economia*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

HERMANN, J. Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” Dos anos 1990-2000. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 34., 2006, Salvador. Trabalhos apresentados... Niterói: ANPEC, 2006. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A152.pdf>>.

HIRSCHMAN, A. O. Ambiente de Negócios e Estabilidade Política: Reflexões sobre o Papel do Estado. *Journal of Political Economy*, 1958.

JACINTO, P; RIBEIRO, E. Co-integração, efeitos crowding-in e crowding-out entre investimento público e privado no Brasil: 1973-1989. *Teoria e Evidência Econômica*, v. 6, n. 11, p. 143-156, 1998.

JONES, C. I. The Determinants Of Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(2), 391-408, 1979.

KEYNES, J. Teorias Alternativas da Taxa de Juros, em *Literatura Econômica*, 9(2): 147- 158. 1987.

LELIS, M; BREDOW, S; CUNHA; A. Determinantes macroeconômicos dos investimentos no Brasil: um estudo para o período 1996-2012. *Rev. econ. contemp.* 19 (2) • May-Aug 2015.

LUPORINI, V. e ALVES, J. “Investimento privado: uma análise empírica para o Brasil.” *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 19, n. 3 (40), dezembro, 2010, p. 449-475.

MADEIRA, R. Os Determinantes Do Investimento No Brasil: Uma Abordagem Sob A Ótica Das Restrições Financeiras. *Dissertação de Mestrado*. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Novembro, 2010.

MANKIW, N. G; ROMER, D. e WEIL, D. N. A contribution to the empirics of economic growth *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 107, No. 2 maio, 1992, pp. 407-437

MELO, M. C; RODRIGUES JÚNIOR, M. A. Políticas para Estimular o Investimento Privado: Perspectivas no Contexto Brasileiro. *Revista de Economia e Administração*, 2998.

MELO, G. M., RODRIGUES JUNIOR, W. Determinantes do investimento privado no Brasil: 1970-1995, *Texto para Discussão IPEA*, n. 605, novembro, 1998.

MUSSOLINI, C. TELES, V. Infraestrutura e produtividade no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 30, nº 4 (120), outubro, 2010, pp. 645-662,

ORAIR, R. O; HAMILTON, B. Investimentos Públicos no Brasil desde 1994. *Revista Brasileira de Economia*, 2011.

PASTORE, A. *Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2004*. São Paulo: Global Editora, 2010.

REIS, J. M. Políticas para Estimular o Investimento Privado: Análise e Perspectivas. *Cadernos de Ciências Sociais Aplicadas*, 2015.

RIBEIRO, M. B.; TEIXEIRA, J. R. An econometric analysis of private-sector investment in Brazil., Cepal Review n. 74, p. 153-166, agosto, 2001.

ROCHA, R. M; GIUBERTI, A. C. A Taxa de Juros e o Crescimento Econômico: Uma Análise do Brasil. Revista de Economia e Sociologia Rural, 2007.

ROCHA, F; TEIXEIRA, A. Interferência do Investimento Público no Investimento Privado. Estudos Econômicos. São Paulo, 1996.

ROCHA, C.; TEIXEIRA, J. “Complementariedade versus substituição entre investimento público e privado na economia brasileira: 1965-90.” Revista Brasileira de Economia, vol. 50, n. 3, junho, 1996, p. 378-384

ROCHA, C; TEIXEIRA, J. Complementaridade versus substituição entre investimento público e privado na economia brasileira: 1965-90, Revista Brasileira de Economia, 1996.

SANT'ANA, T; ROCHA, C; Teixeira, J. The impact of public investment on private capital formation in Brazil: 1965-85, in 'Brazilian Meeting of Operational Research', 1994.

SANTOS, T. Crises econômicas e ondas longas na economia mundial. [S.l.]: Reggen, 1993.

SANTOS, A. S; PIRES, M. O. Impacto da Carga Tributária na Análise do Investimento Privado. Revista de Economia Contemporânea, 2009.

STUDART, G. Investimento público e formação de capital do setor privado no Brasil: análise empírica da relação de curto e de longo prazos durante o período 1972-1989. Dissertação de Mestrado, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1992.

ZACKSESKI, M. Investimento e crescimento econômico. Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Rio Grande do Sul, 2012.

ZACKSESKI, N; RODRIGUEZ, L. Gastos públicos federais regionalizados: exercícios de comparação temporal 1995-1998 e 2002. Brasília: IPEA, abril, 2007.