

O BRASIL DIANTE DE UM NOVO CICLO DE INVESTIMENTO E CRESCIMENTO ECONÔMICO

*Fernando Pimentel Puga
Gilberto Rodrigues Borça Junior
Marcelo Machado Nascimento¹*

O aumento da taxa de investimento é um elemento-chave para elevar o crescimento de longo prazo de uma economia. Por meio dele, ocorre a expansão da capacidade produtiva do país, resultando em aumento de produtividade, ampliação do emprego e da renda. Além disso, maiores dispêndios na aquisição de máquinas e equipamentos são fundamentais para a incorporação de progresso tecnológico. Inversões em infraestrutura básica – como saneamento, transportes urbanos e construção residencial – geram, simultaneamente, aumento da competitividade sistêmica da economia e importantes efeitos sociais.

De 2004 até setembro de 2008, quando da falência do Lehman Brothers, o Brasil viveu um robusto ciclo de investimento na indústria e na infraestrutura, capaz de mudar o potencial de crescimento da economia. O ciclo teve início com o maior dinamismo da demanda mundial, que impactou positivamente a lucratividade dos setores exportadores (siderurgia, papel & celulose e mineração). Foi acompanhado pela expansão dos mercados domésticos de créditos e capitais.² Em meados de 2008, o ciclo de investimentos havia se generalizado para além dos setores exportadores, abrangendo também aqueles mais voltados ao mercado interno e à infraestrutura.

¹ Economistas da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico do BNDES.

² Para uma análise da evolução do mercado de crédito bancário no Brasil entre 2004 e 2008, vide Sant'Anna et al. (2009). No que tange à performance do mercado de capitais entre 2004 e 2007, vide Sant'Anna (2009).

O agravamento da crise internacional, que se seguiu à quebra do Lehman Brothers, atingiu o Brasil em um momento singular, quando diferentes setores tinham projetos ambiciosos de expansão de capacidade. Com a deterioração no cenário mundial, houve uma brusca interrupção desse movimento. As incertezas quanto ao alcance e à duração da crise agravaram a retração dos investimentos. Foram mais atingidos os setores exportadores que haviam liderado a fase inicial do ciclo. O crédito continuou a se expandir, mas basicamente por conta da atuação dos bancos públicos. O mercado de capitais, no entanto, teve forte retração.

As restrições impostas pelo colapso do mercado de capitais durante a crise levaram as empresas brasileiras a apresentar uma súbita elevação em seu endividamento. Contudo, o desempenho da demanda acabou sendo melhor que o esperado, pois o mercado interno conseguiu compensar parte do fraco dinamismo da demanda internacional.

O objetivo deste capítulo é mostrar a viabilidade do cenário de recuperação do investimento e seus desdobramentos em termos de crescimento econômico. O foco está na situação patrimonial das empresas, nos seus projetos e na capacidade de financiamento dessas inversões.

Além desta introdução, o artigo tem mais três seções. Na segunda seção, discutem-se o desempenho recente das empresas brasileiras e o padrão de financiamento de seus investimentos. A terceira seção é dedicada exclusivamente ao investimento, que abordará os seguintes aspectos:

- i. a mudança estrutural ocorrida na sua composição em 2004-2008;
- ii. as perspectivas de investimento para o período 2010-2013; e
- iii. os efeitos desse cenário sobre o crescimento econômico.

Finalmente, a quarta seção expõe as conclusões, em que se analisa a viabilidade da retomada do investimento.

DESEMPENHO RECENTE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS E SEU PADRÃO DE FINANCIAMENTO

Nesta seção, mostra-se o ajuste das empresas brasileiras antes da crise no fim de 2008, não apenas destacando as características do seu padrão de financiamento, mas também analisando sua situação atual.

AJUSTE PRÉ-CICLO DE INVESTIMENTOS

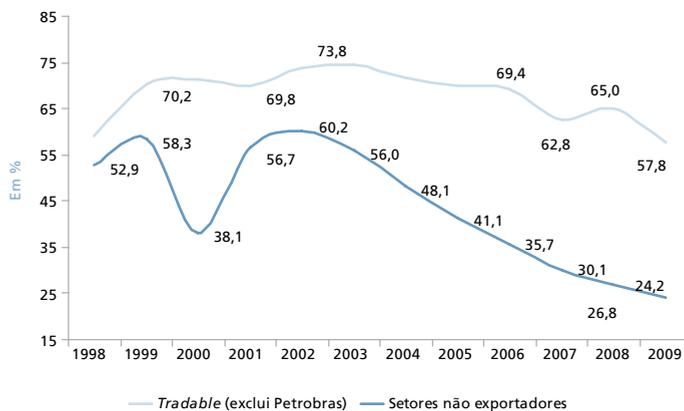
A fase de elevado crescimento do investimento observada durante o período 2004-2008 foi precedida de um intenso ajuste nas condições financeiras das empresas. De 2002 a 2004, a maior rentabilidade das empresas exportadoras, decorrente do aumento da demanda mundial e da melhora nos termos de troca, possibilitou a utilização de recursos próprios para a redução de seus graus de

alavancagem. No caso das empresas de serviços, o processo de consolidação e o desempenho dos setores de distribuição de energia e telecomunicações viabilizaram, ao mesmo tempo, a redução de seu endividamento total e da participação dos créditos em moeda estrangeira.

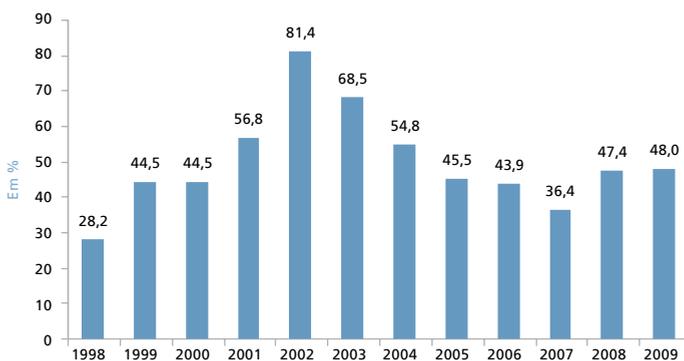
Os Gráficos 1A e 1B mostram o profundo ajuste na estrutura de capital das empresas brasileiras. A relação dívida líquida/patrimônio líquido caiu 26,6 pontos percentuais, saindo de 81,4%, em 2002, para 54,8%, em 2004. A participação dos créditos em moeda estrangeira no endividamento total das empresas de setores não exportadores foi reduzida de 60,2% para 48,1%. Essa queda decorreu não apenas da apreciação cambial, mas também da queda em moeda estrangeira na dívida externa.³ Em 2004, portanto, os indicadores financeiros das empresas encontravam-se bastante sólidos. Em dois anos, as condições para financiar novos investimentos haviam melhorado de forma significativa.

Gráficos 1A e 1B: Alavancagem e adequação do endividamento das companhias abertas (1998-2008)^{*}

A. Dívida em moeda estrangeira/dívida total



B. Dívida líquida/patrimônio líquido



Fonte: Elaboração da APE/BNDES, com base em dados de CVM, Bloomberg e Economática.

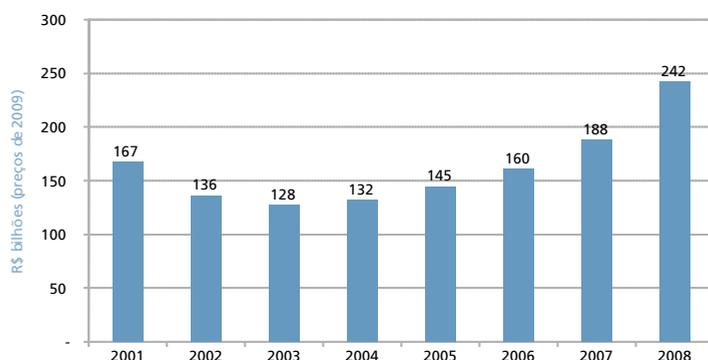
* Amostra com 227 empresas de capital aberto.

³ Ver Nascimento (2007).

O CICLO DE INVESTIMENTOS E SEU PADRÃO DE FINANCIAMENTO

Após o significativo processo de ajuste nas condições financeiras das empresas, que marcou o período de 2002 a 2004, iniciou-se um robusto ciclo de investimento na indústria e na infraestrutura, que durou quatro anos. O volume de inversões nesses setores, a preços de 2009, elevou-se de R\$ 132 bilhões, em 2004, para R\$ 242 bilhões, em 2008 (Gráfico 2). Esse crescimento foi favorecido pela consolidação de um arcabouço macroeconômico consistente, com manutenção de uma trajetória de inflação declinante, queda das taxas de juros e redução do endividamento público. O cenário internacional foi particularmente benéfico ao Brasil, com uma combinação de crescimento da demanda mundial e melhora nos termos de troca para o país.

Gráfico 2: Investimentos na Indústria e na Infraestrutura



Fonte: BNDES.

O financiamento do ciclo de investimentos brasileiro seguiu um padrão internacional e conhecido na literatura econômica – *pecking order*. Nesse padrão, o financiamento do investimento ocorre primeiro por meio de lucros retidos, seguido por crédito e, finalmente, pelo mercado de capitais.

A melhora nos indicadores financeiros das empresas, destacada na seção anterior, foi determinante para o início desse ciclo de investimento. Submetidas a um mercado de crédito voltado principalmente para operações de curto prazo e a um mercado de capitais pouco desenvolvido, as empresas financiaram seus projetos basicamente por meio de lucros retidos – autofinanciamento. Em 2004 e 2005, essa fonte respondeu por 57% das necessidades de recursos de longo prazo das empresas, como mostra a Tabela 1.

O mercado de crédito como fonte de financiamento de longo prazo cresceu somente a partir de 2006, em um contexto já de maior rentabilidade e melhora na avaliação dos balanços das empresas. De fato, a participação das captações externas, debêntures e empréstimos do BNDES nesse financiamento saiu de 41%, em 2005, para 53%, no ano seguinte.

Tabela 1: Origem dos recursos para o financiamento do investimento na indústria e em infraestrutura no Brasil (2001-2009)*

	Média	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009p
Lucros Retidos	49,3	39,0	60,0	49,0	57,0	57,0	42,0	51,0	45,3	43,6
BNDES	23,4	16,0	22,0	16,0	19,0	21,0	21,0	26,0	29,9	39,6
Captações Externas	14,4	30,0	6,0	30,0	13,0	10,0	17,0	9,0	6,1	8,9
Debêntures	8,6	14,0	10,0	5,0	9,0	10,0	15,0	7,0	3,1	4,2
Ações	4,3	1,0	2,0	0,0	2,0	2,0	5,0	7,0	15,6	3,7

Fonte: Elaboração da APE/BNDES, com base em dados de Anbid, Andima, CVM, IBGE e BNDES.

e - estimado p - previsto

* Os dados para 2008 são estimados e para 2009 são previstos.

Embora o mercado de capitais tenha crescido em 2006 e 2007, foi apenas em 2008 que ele passou a ser um componente importante na estrutura de financiamento do investimento. O acesso prévio das empresas ao mercado de crédito ajuda a explicar esse desempenho, mostrando um caráter mais de complementaridade do que de substituição entre os dois mercados. Em função da possibilidade de saída rápida de suas posições no mercado secundário, os investidores em ações têm menos incentivo para levantar informações sobre as empresas.⁴ Nesse sentido, o desenvolvimento do mercado de crédito teve papel importante de disponibilizar informações sobre as empresas (por exemplo, capacidade de pagamento de dívidas), o que, por sua vez, contribuiu para captação via mercado de capitais.

A crise financeira internacional, agravada em setembro de 2008 com a quebra do banco Lehman Brothers, levou a uma mudança abrupta no perfil de financiamento das empresas. A redução de rentabilidade das empresas no primeiro semestre e o relativo fechamento dos mercados para emissões externas entre setembro de 2008 e julho de 2009 tornaram imprescindível a ampliação do papel do BNDES na sustentação do crédito. Trata-se de um importante papel anticíclico da instituição.⁵ Nesse contexto, o Banco elevou sua participação a quase 40% das fontes de recursos para financiamento dos projetos de investimento das empresas.

⁴ Ver Moreira e Puga (2000).

⁵ Ver Torres (2006).

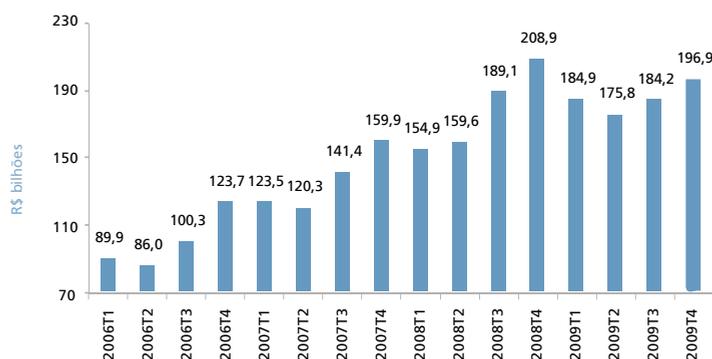
SITUAÇÃO ATUAL DAS EMPRESAS

Os ajustes pelos quais passaram e o bom desempenho da economia em anos recentes proporcionaram às companhias brasileiras a possibilidade de enfrentar a crise em condições relativamente confortáveis. Salvo alguns casos de problemas relacionados a posições especulativas com derivativos cambiais, é possível verificar que, em termos gerais, as grandes empresas brasileiras apresentaram resultados positivos durante o período mais agudo da crise internacional.

O Gráfico 3 mostra a evolução das disponibilidades de recursos líquidos (caixa e aplicações financeiras líquidas) das empresas entre o T1/06 e o T4/09. Passado mais de um ano do auge da crise financeira internacional, em um momento no qual as condições de crédito tornaram necessário o uso emergencial de recursos disponíveis, as empresas brasileiras de grande porte exibiam valores de disponibilidade apenas 5,7% inferiores aos observados antes da crise. Ou seja, praticamente recompuseram suas reservas de liquidez.

Com relação à alavancagem, seu esperado aumento em função da crise fez a relação dívida líquida/patrimônio líquido atingir 50,3% no T1/09, partindo do baixíssimo patamar de 36,4% observado em 2007. Contudo, esse valor está ainda bastante aquém dos 84,4% obtidos no ano fiscal de 2002 e ainda é menor do que os 54,8% observados em 2004, período que antecedeu o recente ciclo de investimento. No fim de 2009, a melhoria nas condições do mercado doméstico já contribuía para a amortização de parte da dívida emergencial assumida durante a crise. É razoável supor que as receitas advindas de uma provável retomada das exportações industriais, ao longo dos próximos períodos, tornem ainda melhores os indicadores de endividamento das companhias brasileiras.

Gráfico 3: Disponibilidade de recursos líquidos das companhias abertas*



Fonte: Elaboração da APE/BNDES, com base em dados da CVM, Bloomberg e Economática.

* Amostra com 324 empresas de capital aberto.

Em suma, as condições atuais das empresas, em termos de liquidez e de alavancagem, apesar de ainda refletirem de forma superficial os efeitos da crise, estão longe de representar um entrave ao financiamento de novos investimentos.

TAXA DE INVESTIMENTO E PERSPECTIVAS SETORIAIS DO INVESTIMENTO NO BRASIL

Nesta seção, discutem-se o desempenho dos investimentos na indústria e na infraestrutura pré-crise, os efeitos da crise sobre as perspectivas de investimento e o cenário 2010-2013. Posteriormente, avalia-se a mudança estrutural no investimento e seus efeitos sobre o crescimento econômico.

DESEMPENHO SETORIAL DO INVESTIMENTO ANTES DA CRISE

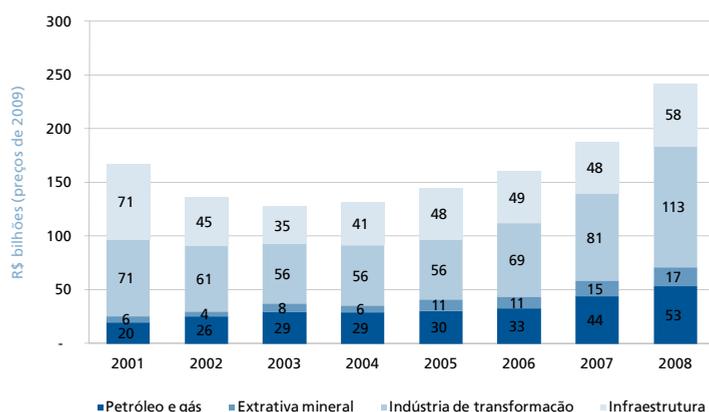
Os primeiros anos da década de 2000 foram de redução nos investimentos, principalmente no setor de infraestrutura, associada ao fim do ciclo de inversões em telecomunicações. A recuperação das inversões na indústria e na infraestrutura começou em 2004. Como mostra o Gráfico 4, teve início nos setores de petróleo e gás e mineração, beneficiada por aumento nos preços de petróleo e *commodities* metálicas.

A expansão dos investimentos na mineração foi seguida por inversões na indústria de transformação, com destaque para os setores produtores de insumos básicos – especialmente siderurgia e celulose. O determinante continuava a ser a forte demanda mundial, sobretudo da China, que elevou a rentabilidade das empresas. Houve, porém, mudanças importantes no tipo de investimento. Após mais de duas décadas de inversões concentradas em modernização das fábricas já existentes (projetos *brownfield*), o Brasil começava a contar com grandes projetos de novas plantas (*greenfield*) nesses setores. Esse movimento veio acompanhado de deslocamentos de bases produtivas do hemisfério norte para o país, tais como Tyssen Krupp e Arcelor (siderurgia) e Stora Enso (celulose).

É importante observar que uma característica comum desses setores de insumos básicos é que são fortemente intensivos em capital. O robusto ciclo de investimentos nesses setores foi importante para explicar não somente a mudança na composição da taxa de investimento da economia (mais intensiva em máquinas e equipamentos), mas também a aceleração dos desembolsos do BNDES nos últimos anos. Esse desempenho ajuda a explicar o aumento da participação do Banco no financiamento das empresas, analisado na seção anterior.

Nos anos seguintes, os demais setores da economia foram se incorporando ao ciclo de investimento. O crescimento econômico passou a ser acompanhado de expansão do mercado interno, atraindo projetos nos setores de bens de consumo durável, sobretudo em veículos automotores. Na infraestrutura, avanços no marco regulatório e programas de concessões do setor público levaram a uma forte ampliação dos investimentos tanto em energia elétrica quanto na área de logística.

Gráfico 4: Investimentos na indústria e na infraestrutura (2001-2008)



Fonte: Elaboração da APE/BNDES, com base em dados do BNDES.

Em meados de 2008, portanto, o Brasil vivenciava um ciclo de investimentos bastante robusto. Na indústria, abrangia, além dos setores produtores de *commodities*, aqueles cuja produção gera maior valor agregado. Na infraestrutura, estavam em curso grandes projetos nos segmentos de geração de energia elétrica, ferrovias e rodovias.

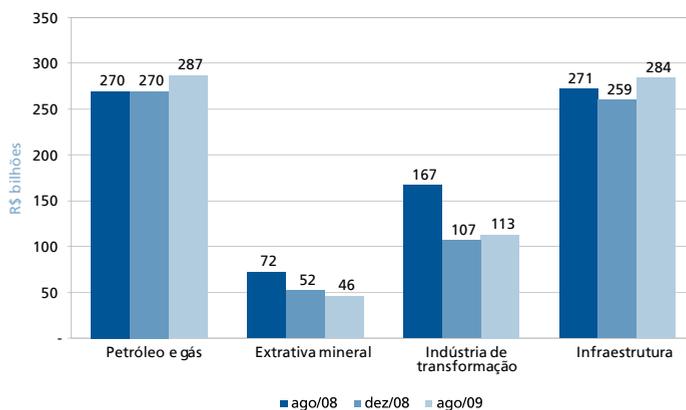
O IMPACTO DA CRISE INTERNACIONAL

A crise internacional levou a uma mudança nesse cenário. Para quantificar esse movimento, foram comparados os levantamentos feitos pelo BNDES sobre perspectivas de investimento em setores da indústria e da infraestrutura, para o período de 2009 a 2012. Tais levantamentos abrangem os setores de extrativa (petróleo, gás e mineração), mais da metade da indústria de transformação e a quase totalidade dos setores de infraestrutura. O mapeamento foi feito em três momentos distintos:

- i. antes do agravamento da crise (agosto de 2008);
- ii. no auge da crise (dezembro de 2008); e
- iii. passados 12 meses da crise (agosto de 2009). O Gráfico 5 mostra seus resultados.

Observa-se que a crise internacional levou, em um primeiro momento, a uma forte reversão nas expectativas de investimento na indústria e na infraestrutura. O mapeamento de agosto de 2009, no entanto, mostrou que, passados 12 meses da quebra do Lehman Brothers, já havia uma melhora nas expectativas de investimento para 2009-2012.

Gráfico 5: Perspectiva de investimentos em setores selecionados na indústria e na infraestrutura (2009-2012)



Fonte: Puga e Borça Junior (2009).

Na maioria dos setores, foi detectado um movimento mais de adiamento que de cancelamento de projetos e, portanto, maior impacto da crise no desempenho do investimento em 2009 que no horizonte de quatro anos. O efeito da crise foi maior na extrativa mineral e na indústria de transformação. Foram afetados, sobretudo, os setores exportadores, como siderurgia e papel e celulose, mostrando que a queda na demanda externa foi um dos principais canais de transmissão da crise sobre a economia brasileira.⁶

Os setores de petróleo e gás e a infraestrutura foram menos afetados pela crise internacional. A solidez dos investimentos nesses segmentos justifica-se pela existência de grandes projetos com retornos de longo prazo, que dependem em menor grau da conjuntura internacional. É o caso não apenas dos megainvestimentos na exploração do petróleo na camada do pré-sal, mas também das inversões em geração de energia elétrica.

A robustez dos investimentos em infraestrutura, mesmo diante do cenário de crise, pode ser explicada também pela atuação do setor público. Grande parte dos projetos decorre de contratos de concessão de prestação de serviços, nos quais as empresas precisam realizar os investimentos para cumprir metas de expansão dos serviços acordadas com o governo. A rentabilidade é, de certa forma, protegida pelos contratos – se a demanda por energia elétrica ficar bem abaixo das expectativas, o retorno é sustentado por elevação de tarifas.

⁶ Ver Puga et al. (2009).

PERSPECTIVA DE INVESTIMENTO 2010-2013

Em maio de 2010, foi realizado novo mapeamento das perspectivas de investimento na indústria e na infraestrutura, desta vez para o período 2010-2013. A Tabela 2 mostra os resultados do levantamento e os compara com as inversões nesses mesmos setores, entre 2005 e 2008. Nota-se uma perspectiva de investimentos na indústria e na infraestrutura de R\$ 859 bilhões entre 2010 e 2013, com aumento de 65% frente ao período 2005-2008.

Chama a atenção a indústria de transformação. A perspectiva é de que as inversões nesse setor cresçam à frente dos demais. No entanto, o principal determinante dos investimentos mudou em relação à situação pré-crise. Antes de setembro de 2008, os destaques concentravam-se nos setores mais voltados ao mercado externo. No período 2010-2013, ganham importância aqueles mais direcionados ao mercado doméstico. Entre esses, chama a atenção o setor automobilístico.

Tabela 2: Perspectiva de crescimento dos investimentos (setores selecionados)

Setores	Valores (R\$ bilhão)		Crescimento %
	2005-2008	2010-2013	
Petróleo e gás	160	340	112,9
Extrativa mineral	53	52	-2,7
Indústria de transformação	101	157	55,4
Infraestrutura	199	310	55,6
Total	513	859	67,4

Fonte: GT do Investimento/BNDES.

Esse volume de investimentos é capaz de elevar a taxa de investimento da economia a valores superiores a 20% nos próximos anos. Para chegar a esse percentual, além do mapeamento das perspectivas do investimento dos setores mostrados na Tabela 2, foram adicionadas informações sobre o setor de construção residencial e feitas estimativas para os demais setores da economia. As inversões em residências tendem a crescer acima do PIB, favorecidas pela expansão do crédito ao setor e pelo programa do governo de construção de casas populares. Os investimentos em serviços também devem ter bom desempenho em função do aumento da demanda doméstica. Em suma, é possível vislumbrar uma significativa recuperação da taxa de investimento nos próximos anos.

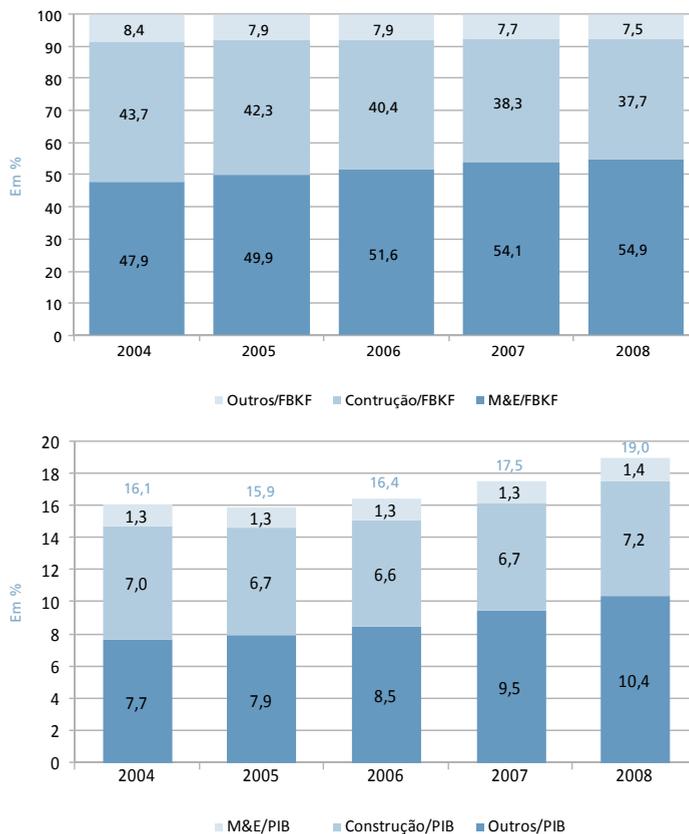
O DESEMPENHO DO INVESTIMENTO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO

A expansão dos investimentos na indústria e na infraestrutura foi fundamental para elevar o crescimento do PIB brasileiro de uma taxa média de 2,4%, entre 2000 e 2003, para mais de 5%, em 2008. Essa contribuição veio não apenas do aumento da taxa de investimento, mas também da mudança em sua composição. As maiores inversões na indústria e na infraestrutura levaram a um forte aumento na importância relativa do segmento de bens de capital.

O Gráfico 6 mostra, de duas maneiras distintas, o desempenho desse segmento. Como proporção da formação bruta de capital fixo (FBKF), os gastos em máquinas e equipamentos saltaram de 47,9%, em 2004, para 55,1%, em 2008. Como proporção do PIB, nesse mesmo período, saíram de 7,7% para 10,3%. Esse fato, por sua vez, aconteceu em detrimento dos investimentos em construção, que perderam participação na FBKF.

A combinação de um robusto ciclo de investimento com o aumento da participação do item máquinas e equipamentos na FBKF viabilizou, nos últimos cinco anos, uma elevação da produtividade do investimento no país. No intuito de estimar esse efeito, foram analisados, utilizando-se a metodologia desenvolvida por De Long e Summers,⁷ dados de uma amostra de 55 países para o período 1970-1998. Os resultados mostram que, para uma dada taxa de investimento, a maior participação do segmento de máquinas e equipamentos viabiliza a elevação da taxa de crescimento da economia.

Gráfico 6: Decomposição do investimento no Brasil (2004-2008)



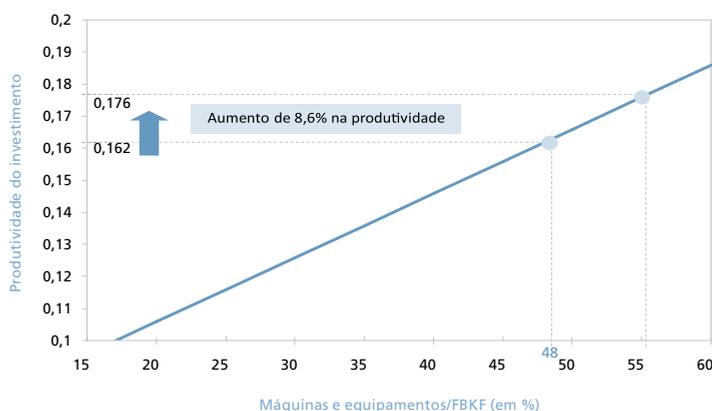
Fonte: Elaboração da APE/BNDES, com base em dados do IBGE.

⁷ A base utilizada, PWT Benchmark Database, disponibiliza informações de investimento desagregadas somente até 1998. A estimação seguiu metodologia adotada por De Long e Summers (1990).

Conforme observado, o percentual investido em máquinas e equipamentos no Brasil elevou-se de 48% para 55% na última meia década (2004-2008). De acordo com o padrão internacional, esse fato leva a um aumento de 8,6% na produtividade do investimento brasileiro, como mostra o Gráfico 7.

Cálculos realizados por Souza Júnior (2007), com dados de investimento para o período 2003-2006, indicam que o crescimento do PIB observado no período, de 4,3%, foi viabilizado com uma taxa de investimento média de apenas 15,9%. Utilizando parâmetros do autor com o aumento de 8,6% na produtividade do investimento,⁸ tem-se que uma taxa de expansão do PIB da ordem de 5,0% seria viabilizada com investimento de 19,6% do PIB. Dito de outra forma, a elevação da taxa de investimento para níveis superiores a 20%, esperada a partir das perspectivas de investimento, possibilita um crescimento do PIB acima de 5% nos próximos anos. Como o cenário é de expansão maior dos investimentos na indústria de transformação, intensivos em máquinas e equipamentos, é possível vislumbrar um crescimento ainda mais robusto da economia.

Gráfico 7: Relação entre produtividade¹ do investimento e sua composição pelo item máquinas e equipamentos para uma amostra de 55 países (1970-1998)



Fonte: Elaboração da APE/BNDES, com base em dados de Penn World Table (*benchmark database*).

¹ Aumento do crescimento potencial em função de uma elevação de 1 p.p. na taxa de investimento

⁸ Os parâmetros utilizados foram: crescimento da produtividade total dos fatores (PTF) = 1,67, contribuição do fator trabalho de 1,49 e do fator capital de 1,8.

CONCLUSÃO

Durante os quase cinco anos em que a economia brasileira viveu um robusto ciclo de investimentos, observou-se uma significativa transformação tanto nas empresas quanto nos mercados de crédito e de capitais. Entre 2004 e meados de 2008, as empresas replicaram um claro padrão de *pecking order* de financiamento. O ciclo teve início com o aumento na lucratividade das empresas e no uso do autofinanciamento. Em um momento posterior, houve expansão de crédito, seguido pelo desenvolvimento do mercado de capitais.

No fim desse período, o Brasil demonstrava ter criado as bases para um novo padrão de crescimento. Havia deixado para trás taxas de expansão do PIB quase vegetativas para aumentos reais superiores a 5% ao ano. As empresas mostravam uma posição financeira bastante sólida, após significativa melhora nos indicadores de endividamento. O crédito às empresas apresentava forte expansão e os lançamentos de ações aumentavam de forma consistente.

Os elevados montantes de investimento em setores intensivos em capital, por sua vez, haviam acarretado uma mudança na composição da taxa de investimento no Brasil. A participação dos dispêndios em máquinas e equipamentos cresceu relativamente àquela destinada à construção, gerando maior produtividade do investimento no país, que pode ser traduzida pela viabilização de maior taxa de crescimento da economia.

A crise internacional levou a uma brusca interrupção desse ciclo de investimentos, com forte efeito em setores que lideravam esse ciclo. Passados 12 meses da crise, no entanto, observou-se que as bases para o crescimento da economia continuavam bastante sólidas. Os índices de liquidez e de alavancagem das empresas estão longe de representar uma situação de entrave à captação de recursos de longo prazo. A análise das perspectivas de investimento, por sua vez, mostra um bloco conciso de projetos, em setores que não foram afetados pelos efeitos da crise.

O mapeamento dos projetos na economia mostra um cenário de retomada dos investimentos capaz de sustentar taxas de crescimento do PIB superiores a 5% ao ano nos próximos anos. Chama a atenção a existência de diversos projetos de grande porte e de longo prazo, em setores da indústria de transformação, petróleo e gás e infraestrutura. Nesse sentido, requerem significativa mobilização de fontes de financiamento. Trata-se de desafio que demandará a atuação conjunta de bancos públicos e privados, bem como o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico.

REFERÊNCIAS

DE LONG, J. B.; SUMMERS, L. H. *Equipment investment and economic growth*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), nov. 1990 (Working Paper, 3515).

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós Plano Real. BNDES, *Texto para Discussão*, n. 84, 2000.

NASCIMENTO, M. Queda no custo financeiro das empresas abertas deve continuar. *Visão do Desenvolvimento*, BNDES, n. 38, 2007.

PASTORE, A. C. et al. Crescimento, conta corrente e política fiscal. *XX Fórum Nacional – Estudos e Pesquisas*, n. 215, 2008.

PUGA, F. P.; BORÇA JUNIOR, G. Infraestrutura e energia sustentam os investimentos entre 2009-2012. *Visão do Desenvolvimento*, BNDES, n. 69, 2009.

PUGA, Fernando Pimentel et al. Exportação responde por mais da metade de queda da produção industrial. *Visão do Desenvolvimento*, BNDES, n. 66, 2009.

SANT'ANNA, A. Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras 2004-2007. In: FERREIRA, F. M.; MEIRELLES, B. *Ensaios sobre economia financeira*, BNDES, 2009.

SANT'ANNA, A. et al. Mercado de crédito no Brasil: evolução recente e o papel do BNDES. *Revista do BNDES*, n. 31, jun. 2009.

SOUZA JR., J. R. de C. Estimativa do produto potencial para a economia brasileira: atualização utilizando o sistema de contas nacionais referência 2000. *Boletim de Conjuntura do IPEA*, n. 77, jun. 2007, nota técnica.

TORRES, E. T. O papel anticíclico do BNDES sobre o crédito. *Visão do Desenvolvimento*, BNDES, n. 7, 2006.