

**FINANCEIRIZAÇÃO, FIRMAS NÃO FINANCEIRAS E O CICLO ECONÔMICO
RECENTE DA ECONOMIA BRASILEIRA
XXII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA**

ÁREA 6 - DINHEIRO, FINANÇAS INTERNACIONAIS E CRESCIMENTO

MARIANA FINELLO CORRÊA – Doutoranda (PPGE-UFF)

PEDRO DE MEDEIROS LEMOS - Mestrando (PPGE-UFF)

CARMEM FEIJÓ – Professora na Universidade Federal Fluminense (UFF)

RESUMO

O artigo analisa como as estratégias patrimoniais das firmas não-financeiras foram alteradas após a repercussão interna da crise financeira internacional de 2008. Para alcançar esse objetivo é explorada a conexão teórica entre a literatura sobre financeirização para países emergentes com a teoria de ciclos econômicos desenvolvida por Minsky. No caso da economia brasileira, o processo de aprofundamento da financeirização apresenta como particularidade a manutenção de elevados níveis de taxa de juros reais e nominais. A análise empírica mostra que o breve intervalo de crescimento contínuo da economia brasileira, liderado pelo aumento do investimento em ativos físicos, é interrompido com o advento da crise financeira internacional que afeta negativamente as expectativas de acumulação de capital físico nos anos posteriores. Observa-se, assim, mudanças nas estratégias patrimoniais das firmas não financeiras a partir do final da década de 2000 e início da década de 2010 caracterizadas por: a) um aumento relativo do nível do endividamento das empresas não financeiras frente a sua capacidade de geração de receita, o que é identificado como um aumento da financeirização; b) aumento do endividamento em moeda estrangeira; c) queda no saldo das operações de crédito a pessoas jurídicas; d) aumento da preferência pela liquidez das firmas industriais com impactos negativos sobre os gastos de investimento. Em conclusão, o contexto macroeconômico de elevada taxa real de juros e a atual configuração financeira das empresas não-financeiras não contribuem para a saída da recessão em que se encontra a economia brasileira, que, à luz da literatura de Minsky, está em uma fase descendente do ciclo financeiro.

PALAVRAS-CHAVES: financeirização, economia brasileira, ciclo Minskyano, empresas não-financeiras, investimento.

JEL: E12; E44; G01.

ABSTRACT

The paper examines how the strategies of non-financial firms changed after the internal repercussions of the 2008 international financial crisis. To reach this goal we work on the theoretical connection between the literature on financialization for emerging countries and the theory of economic cycles developed by Minsky. In the case of the Brazilian economy, the process of deepening financialization presents, as a particularity, the maintenance of high levels of real and nominal interest rates. The empirical analysis shows that the brief period of continuous growth of the Brazilian economy, led by the increase in the investment in physical assets, is interrupted with the advent of the international financial crisis that negatively affects the expectations of accumulation of physical capital in the following years. The changes in the patrimonial strategies of non-financial firms from the end of the 2000s and the beginning of the 2010s are characterized by: a) a relative increase in the level of indebtedness of non-financial firms compared to their capacity to generate revenue, which is identified as an increase in financialization; b) increase in foreign currency indebtedness; c) decrease in the balance of credit operations to non-financial firms; d) increase in the liquidity preference of industrial firms with negative impacts on investment expenses. In conclusion, high real interest rates and the current financial configuration of nonfinancial firms do not contribute to the recuperation of the Brazilian economy, which, according to Minsky's theory, is in a declining phase of the financial cycle.

KEYWORDS: financialization; Brazilian economy, Minsky's cycle, nonfinancial firms, investment.

1. INTRODUÇÃO

O processo de financeirização das economias modernas tem sido descrito na literatura econômica de diversas formas e por diferentes correntes do pensamento heterodoxo.¹ Em termos gerais, a definição de financeirização bem difundida na literatura é a de Epstein (2005) que caracteriza o processo pelo aumento da importância dos mercados, das instituições e dos atores financeiros para as transações econômicas. Mesmo reconhecendo que a caracterização de Epstein é genérica o suficiente para descrever distintas realidades e *backgrounds* históricos, o processo de financeirização de economias em desenvolvimento apresenta características distintas das economias desenvolvidas. Bonizzi (2013), por exemplo, argumenta que para as economias em desenvolvimento o processo de financeirização está, em geral, associado à liberalização e à desregulamentação financeira, de maneira que ela é considerada *externally driven* (KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017;63).² Ou seja, a financeirização das economias emergentes tem como fator determinante a sua integração, na realidade sua subordinação, ao mercado financeiro global.

Do ponto de vista da evolução da economia brasileira desde a abertura econômica é possível argumentar que se verificou um aumento da desigualdade de renda e de riqueza,³ processo que acompanha o aumento da importância das transações financeiras no dia-a-dia da população em geral,⁴ e um aumento no nível de endividamento das empresas não financeiras e das famílias. Por outro lado, também houve um aumento da internacionalização da economia brasileira, pois a posição internacional de investimento tem mostrado crescimento acentuado ao longo dos anos 2000, mesmo após a crise financeira internacional.

Em relação à performance do PIB, desde a abertura econômica, no início dos anos 1990, a economia brasileira apresentou um cenário macroeconômico favorável contínuo apenas no período

¹ Outros termos são utilizados como sinônimos na literatura econômica. Como por exemplo: *finance-led growth regime* (BOYER, 2000), *financial wealth-induced growth regime* (AGLIETTA, 2000), *finance-dominated capitalism* (HEIN, 2012), *shareholder value orientation* (STOCKHAMMER, 2005-2006), *maximizing shareholder value* (LAZONICK E O'SULLIVAN, 2000); *financial neoliberalism* (PALLEY, 2013) ou *finance-led capitalism* (GUTTMANN, 2016).

² Paineira (2009) argumenta que o Plano Brady, no início da década de 1990, pode ser considerado o início do processo de liberalização financeira nas economias latino-americanas e, em particular, na economia brasileira. Sicsú (2006) apresenta uma descrição das mudanças nas regras do mercado de câmbio doméstico no Brasil na década de 2000 com o objetivo de fazer avançar na integração financeira do país. Ver também Biancarelli (2010) e Carneiro (1999), entre outros.

³ No caso da distribuição de renda e riqueza, estudos recentes utilizando dados do imposto de renda têm apontado na direção do aumento da concentração nos estratos mais elevados, apesar de uma melhora na distribuição nos estratos mais baixos. Ver Secretaria de Política Econômica (2016), Milá (2015) e Souza e Medeiros (2015).

⁴ Outra evidência é a intensificação do processo de bancarização. O número de transações bancárias passou de 43,1 bilhões em 2007 para 53,9 bilhões em 2015, enquanto o número de contas corrente e poupança passaram respectivamente de 56 e 58 milhões em 2002 para 108 e 130 milhões em 2014, de maneira que a taxa de bancarização da população brasileira atingiu 89,6% em 2015 (FEBRABAN 2012; 2014; 2015). O número de transações com cartões também teve um crescimento no período de análise, passando de 3,7 milhares em 2007 para 11,5 milhares em 2015 (ABECS). Em concomitância o número de contas asseguradas pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), passou de aproximadamente 75 milhões em 1999, para 204 milhões em 2015 (DA COSTA, 2015).

2003-2008, crescendo em média 4,2% a.a. Este crescimento ocorreu em um cenário externo favorável que permitiu a geração de consecutivos superávits na conta corrente, um afluxo de capital estrangeiro estável e inflação sob controle. Ou seja, durante esse período foi observado um momento de superação parcial da “era de instabilidade macroeconômica” observada desde a década de 1980 (Bielschowsky e Mussi, 2006; 34). Contudo, esse período de superação foi abruptamente interrompido pela crise financeira internacional em 2008. De 2008 até 2016, o desempenho do PIB foi oscilante, refletindo em grande medida a incerteza externa. Desde 2015 a economia brasileira entrou em recessão, apresentando a maior queda no PIB desde o pós-guerra.

Nosso objetivo neste trabalho é discutir o comportamento das empresas não-financeiras e sua interação com o setor financeiro nos anos 2000 considerando que a economia brasileira estava em um processo de retomada de acumulação de capital físico, quando eclodiu a crise financeira internacional em 2008. A partir da crise financeira internacional, o ciclo de crescimento do investimento se reverte, precipitando uma crise financeira como bem descrito por Minsky. Nossa hipótese é que a crise financeira americana e a recessão em escala mundial que se segue alteraram os cenários macroeconômicos externo e interno, impactando negativamente as decisões de investimento em ativos fixos (lado real) e afetando as estratégias patrimoniais de bancos e firmas não-financeiras.⁵ Como seria esperado, estas estratégias se tornaram mais defensivas⁶ dado o cenário de baixo crescimento e elevada incerteza sobre as possibilidades de retomada do ritmo de crescimento econômico no futuro próximo. Desta forma, concluímos que a presente crise da economia brasileira se configura como uma crise de caráter minskyniano, sendo que sua superação só ocorrerá quando a capacidade de acumulação de capital das firmas não-financeiras for recuperada, assim como o grau de confiança nas expectativas para induzir o investimento em ativos de capital. .

Este artigo está dividido em mais cinco seções além dessa introdução. A segunda seção apresenta a discussão teórica sobre financeirização dentro do escopo teórico do ciclo econômico de Minsky. A terceira seção pontua brevemente as características do processo de financeirização da economia brasileira. A quarta seção é dedicada a discutir as características do crescimento da economia brasileira nos anos 2000. Na quinta seção será analisado o financiamento e o comportamento das empresas não-financeiras. Para uma análise mais detalhada esta seção será subdividida em quatro subseções que discorreram sobre: o autofinanciamento (a), o endividamento externo e as condições do financiamento de longo prazo (b), o endividamento, as posturas financeiras das empresas e as condições do mercado de crédito (c) e por último a financeirização das mesmas (d). A última seção apresenta a conclusão do trabalho.

⁵ Deve-se acrescentar também a crise política interna, com o afastamento da presidenta eleita em meado de 2016.

⁶ Isto é, uma estratégia caracterizada por uma preferência pela liquidez mais elevada.

2. FINANCEIRIZAÇÃO E O CICLO ECONÔMICO DE MINSKY: O REFERENCIAL TEÓRICO.

A literatura aponta que um possível sinal do fenômeno da financeirização em uma economia é o aumento do nível do endividamento das empresas não-financeira (KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017) e os seus impactos negativos sobre os seus gastos de investimento (STOCKHAMMER 2004; KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017). O aparato teórico desenvolvido por Minsky (1986; 1992) sobre posturas de financiamento das firmas e sua vulnerabilidade financeira é essencial para conectar o fenômeno da financeirização ao nível da firma e seus efeitos sobre o investimento produtivo e a instabilidade econômica.

A hipótese da instabilidade financeira (HIF) de Minsky (1986; 1992) foi desenvolvida para um ambiente econômico com um sistema financeiro sofisticado e complexo e que produz momentos alternados de estabilidade e turbulência econômica. Estes movimentos, tanto de bonança como os de instabilidade, seriam decorrentes das reações racionais dos agentes econômicos na defesa de sua riqueza. A inter-relação desses agentes em momentos de otimismo pode ocasionar oscilações nos preços dos ativos e bolhas especulativas. A presença de bolhas especulativas antecede momentos de reversão do ciclo econômico que levam à recessão. Desta forma, a principal conclusão do modelo de Minsky, sob a HIF, é que economias de mercado não tendem ao equilíbrio. Neste contexto, a intervenção de políticas públicas é decisiva tanto para evitar a formação de bolhas especulativas como para amenizar as consequências da reversão do ciclo econômico sobre os níveis de produção e emprego agregados.⁷

A teoria de Minsky ganha espaço no debate macroeconômico contemporâneo à medida que se observa o avanço do peso das transações financeiras nas economias modernas. Este avanço se intensifica a partir dos anos 1980, com o progresso na tecnologia das telecomunicações que ajudou a fomentar o processo de globalização. Junto deste avanço desenvolveu-se também a integração financeira global, incentivada pela crescente desregulamentação dos mercados financeiros nas economias desenvolvidas. A maior integração financeira e o ambiente de maior liberdade no fluxo de capitais permitiram que investidores (empreendedores, especuladores e banqueiros) realizassem aquisições nos mais variados setores e países, impulsionados por um otimismo que nascera da crescente desregulamentação dos mercados financeiros acoplado com as mudanças tecnológicas.

O significativo desenvolvimento do sistema financeiro mundial trouxe consigo novos métodos de acumulação de capital. Outrora, o sistema capitalista tinha como padrão a acumulação de riqueza proveniente das vendas de bens e serviços que seguiam a seguinte dinâmica: o

⁷ A teoria de Minsky sobre a instabilidade financeira endógena das economias de mercado complementa a teoria de Keynes que, sob a hipótese de insuficiência de demanda agregada, havia mostrado porque economias monetárias, onde agentes fazem escolhas sob ambiente de incerteza não probabilística, não tendem ao equilíbrio.

empresário do setor não financeiro investia seus recursos⁸ em ativos de capital para a produção de bens que possuíam expectativa de demanda positiva. Com suas expectativas confirmadas, ao vender os seus produtos realizavam lucros que remuneravam o capital investido anteriormente. Com a crescente modernização do sistema financeiro e, conseqüente ascensão e sofisticação da oferta de seus produtos e serviços, a acumulação de capital assume novas formas. As oportunidades de investimento não se restringem a aplicações potencialmente rentáveis na acumulação de capital com geração de emprego e renda a nível agregado, e ampliam-se para aplicações mais líquidas, em títulos financeiros (que oferecem, além do retorno financeiro a possibilidade de valorização). Ou seja, os ativos financeiros atendem aos critérios de oferecer rentabilidade e liquidez, reduzindo o grau de incerteza envolvido no processo de acumulação de capital em ativos fixos. Desta forma, a crescente financeirização das economias modernas permite que a geração de riqueza ocorra, pelo menos por um período de tempo, sob a forma de acumulação de ativos que não geram renda e emprego a nível agregado.

Boyer (2000) ilustra bem o contexto das transformações nas inter-relações entre grupos de agentes econômicos provocados pela crescente financeirização ao fazer uma clara distinção entre dois tipos de regime de crescimento: um regime induzido pela acumulação de capital - conhecido como "fordismo" e outro um regime de crescimento orientado pela financeirização - *finance-led growth regime*. Neste último caso, o aumento da produtividade do trabalho não é mais um alvo estratégico para a empresa não financeira. Segundo ele, num regime de crescimento liderado pelas finanças, o que importa é a rentabilidade financeira da empresa, independentemente de isso ser alcançado por meio de um rápido crescimento da produtividade, aumento da eficiência da força de trabalho ou rendas oligopolísticas decorrentes da inovação (op.cit, p. 123). A abordagem da financeirização implica que a acumulação de riqueza não se limita à expansão do estoque de capital produtivo, mas também à acumulação de uma cesta diversificada de ativos combinando capital produtivo e financeiro. Tanto mais o aumento da riqueza agregada for o resultado do aumento da acumulação de ativos financeiros, as taxas agregadas de renda e crescimento do produto serão baixas e as preferências de liquidez e as taxas de juros tenderão a ser altas.⁹

A razão disso é que, num contexto de financeirização, as decisões que envolvem um longo período de tempo acabam dependendo principalmente de decisões tomadas por firmas financeiras para expandir financiamentos a fim de atender à demanda por liquidez das firmas não financeiras,

⁸ Nesse sentido o crédito possui um papel fundamental. Os banqueiros negociam com os empresários as regras para o empréstimo. Nesta negociação os empresários apresentam propostas com elevado grau de expectativa de ganhos futuros e os banqueiros, de maneira natural, são mais céticos em relação à proposta que está sendo negociada. Ou seja, pode-se dizer que o sistema capitalista une os períodos (passado presente futuro) através das relações financeiras. (MINSKY, 1992)

⁹ Além disso, num contexto de integração financeira dos mercados de capitais internacionais e taxas de câmbio flexíveis, as oportunidades de especulação são intensificadas.

principalmente, tanto decorrentes da aquisição de bens de capital como para reverter o peso acumulado das dívidas.¹⁰ Isto implica assumir que, uma deterioração das expectativas implicará uma redução na oferta de novos empréstimos, absolutamente ou, mais provavelmente, em termos relativos, elevando as taxas de juros. Esta reação visa evitar a erosão das margens de segurança nos empréstimos. Nesse sentido, a demanda agregada é contraída, mas não necessariamente a parcela da renda auferida pelo setor financeiro. Na verdade, no regime de crescimento liderado pelas finanças, a parcela de renda ganha pelos proprietários de riqueza tenderia a aumentar independentemente do ritmo de crescimento econômico. Em períodos de expectativa otimista, um volume maior de empréstimos garantiria o rendimento das empresas financeiras e em períodos de deterioração das expectativas, as taxas de juros aumentariam quando o volume de crédito fosse reduzido e a taxa de crescimento desacelerasse. Este papel especial das empresas financeiras na acumulação de capital permite ao setor financeiro aumentar sua participação na renda total, aumentando a riqueza financeira, apesar da desaceleração da taxa de crescimento da renda agregada e da produção.

Todavia, a HIF é uma teoria que busca expor os impactos que as dívidas exercem sobre o comportamento das empresas e consequentemente do sistema econômico. Ou seja, na HIF as flutuações econômicas são decorrentes da forma como as empresas financiam seus investimentos.

Dentro da seara dos financiamentos é possível encontrar diferentes tipos de posição financeira, e quanto mais vulnerável está uma economia, maiores são as chances de ocorrer o processo de instabilidade financeira, pois o número de unidades excessivamente endividadas em relação à geração de renda é elevado. O excesso de endividamento das empresas também afeta negativamente os seus gastos com investimento. A queda do investimento das empresas não financeiras também é considerado um sintoma do fenômeno da financeirização pela literatura tanto para as economias desenvolvidas, como para as economias emergentes (KARWOWSKI e STOCKHAMMER, 2017;67). De acordo com Bahry *et al* (2010), Keynes e posteriormente Kalecki e Minsky perceberam que existia uma relação entre preferência pela liquidez e a situação econômica contemporânea à tomada de decisão por parte dos agentes. Nas palavras dos autores (op.

¹⁰ O aumento da importância dos meios externos de financiamento também está ligado ao processo de financeirização através das alterações na governança corporativa das firmas via, aumento do *shareholder value*. Os trabalhos dessa literatura destacam a existência de dois principais canais de transmissão do aumento do poder dos acionistas *vis-à-vis* os executivos: via preferências e via meios internos de financiamento HEIN (2012;2). Pelo primeiro canal as preferências dos executivos seriam alteradas via esquemas de remuneração que englobam ações das próprias empresas e de bônus que dependem do desempenho de certos indicadores contábeis e financeiros das mesmas. O segundo canal de transmissão é caracterizado pela imposição de restrições a utilização dos meios internos de financiamento (lucros retidos) para o investimento através da exigência dos acionistas de: uma maior proporção de pagamento de dividendos e a sua utilização para a recompra de ações - mecanismo que visa aumentar o preço das ações. Além disso, os acionistas tentam minimizar o financiamento da firma via novas emissões de ações, pois, novas ações fariam com que os preços das ações caíssem diminuindo os rendimentos dos acionistas. Dessa maneira, a importância dos meios externos de financiamento das firmas é crescente em um ambiente financeirizado, de maneira que as decisões de longo prazo acabam dependendo principalmente das condições das instituições financeiras.

cit, p. 31): “As expectativas dos agentes econômicos mudam de acordo com o estágio do ciclo econômico”.

De modo geral, o momento de instabilidade ocorre quando os agentes estão sem a liquidez necessária para efetuar o pagamento das suas obrigações. A fim de não entrar em uma posição de *default* pela falta de liquidez, os empresários, tentam vender seus ativos em regime de urgência. Dessa maneira, a tendência é que o ativo seja vendido abaixo do preço de mercado, enquanto na contramão deste movimento, os agentes com liquidez se recusam a demandar tais ativos enquanto estes exibirem uma tendência de baixa nos preços. Nesse sentido fica exposto o que Minsk (1992) chamou de “*debt-deflation feeds upon debt-deflation*”.¹¹

Em relação ao financiamento para os seus investimentos em um momento de elevada expectativa e baixa incerteza, os agentes podem contar com a renda esperada da sua produção e com os rendimentos provenientes dos juros de aplicações financeiras. Podem contar também com o financiamento externo através da emissão de ações, venda de ativos ou simplesmente através de empréstimos financeiros concedidos pelos bancos.

Tomados pelo otimismo de um mercado que apresenta viés de crescimento os investidores se endividam a fim de conseguirem vantagens investindo em ativos financeiros e de capital cujos rendimentos esperados sejam suficientes para cobrir todo o passivo adquirido. Este grupo de investidores encontra-se em uma posição denominada de *hedge*, ou seja, estão em uma posição, a priori, que não dependem de novos financiamentos para liquidar suas dívidas. Isto é, o passivo pode ser financiado pelo fluxo de caixa ou estoque de capital.

Outros investidores que possuem mais entusiasmo com a expectativa de alta do mercado podem subestimar a capacidade de reversão do cenário econômico. Desta forma os investidores adotam uma postura menos avessa ao risco, ou seja, investem de maneira mais agressiva. Em uma posição financeira chamada de especulativa, os agentes tomam empréstimos que, por vezes, só conseguem liquidar, com os seus rendimentos realizados, os juros e uma pequena parte do passivo, contudo, mantém a maior parte do montante inicial das obrigações. Este grupo necessita de novo financiamento para poder refinaranciar a dívida. Os especuladores, de um modo geral, possuem a expectativa que no longo prazo os seus lucros esperados sejam capazes de cobrir suas obrigações financeiras cuja tendência seria de redução ao longo do tempo.

Em se tratando da fragilidade financeira, a posição mais agressiva e que possivelmente ínsita a instabilidade é a posição *Ponzi*. Nesta posição os investidores não conseguem, com o seu fluxo de caixa ou com o estoque de ativos, sequer efetuar os pagamentos dos juros da dívida, de maneira que

¹¹ Neste processo de compra e venda de ativos, ressalta-se que, na maioria das vezes, o ativo mais rentável possui maior risco e menor liquidez. Ou seja, são estes, que por sua vez, sofrem pressões inflacionárias por excesso de entusiasmo (especulativo) dos agentes. Outro destaque deve ser feito para negociações efetuadas com juros flutuantes, esta característica traz consigo certa vulnerabilidade inclusive para os investidores na posição *hedge*.

é necessário efetuar outros empréstimos para liquidar a dívida já existente. No caso da posição *Ponzi* a dívida é crescente e tende a ser insustentável no médio e no longo prazo.

Quanto maior for o número de empresas em posição especulativa e *Ponzi*, mais a economia estará sujeita à instabilidade financeira. De acordo com De Paula (2017), quando a economia encontra-se nessas condições, qualquer choque mais acentuado na economia, como por exemplo, uma elevação da taxa de juros, pode deflagrar uma crise. Sendo assim, deve-se lembrar, também, da necessidade de regulação e de políticas contra-cíclicas a fim de evitar o surgimento de bolhas financeiras.

Quanto mais heterogênea for a posição dos agentes, menor o risco da instabilidade financeira ser acentuada. Ressalta-se que o mercado é extremamente dinâmico de maneira que não é possível prever todas as incertezas do futuro. Com isso tem-se que os agentes conseguem mudar o posicionamento financeiro ao longo do tempo (de *hedge* para *Ponzi* e vice e versa).

Em suma, a teoria de Minsky (1986; 1992) complementa a literatura existente sobre financeirização, principalmente na análise deste fenômeno no plano da firma, ao analisar as posturas financeiras possíveis para as firmas e sua conexão com o ciclo econômico.

3. ESPECIFICIDADES DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

O processo de financeirização da economia brasileira apresenta particularidades em relação a outras economias em desenvolvimento. Conforme apontam Bruno e Caffé (2015;52), ele teria se iniciado anteriormente ao processo de desregulamentação e abertura financeira e comercial. Os autores dividem o fenômeno da financeirização brasileira em dois períodos. O primeiro período é o da “hiperinflação” que engloba os anos entre 1970 e 1993. Os autores destacam que o processo de financeirização da economia brasileira teria se iniciado na década de 1970, com o recrudescimento do processo inflacionário, dada a existência de mecanismos de correção monetária que possibilitavam a acumulação rentista-financeira via ganhos inflacionários. O segundo período é do “hiperjuros”, ele se inicia no ano de 1994 com o Plano Real e continua até os dias atuais. Após o sucesso da estabilização de preços do Plano Real, os ganhos inflacionários perderam espaço. Porém, o regime macroeconômico restrito implementado pós- estabilização, caracterizado principalmente pela manutenção de elevadas taxas de juros reais e nominais, permitiu que a acumulação rentista-financeira se centrasse a partir desse momento nos ganhos com as taxas de juros.¹² O processo de

¹² De Paula (2017, 4) assinala que o circuito de *overnight* que agrega aplicações de alta liquidez continuou existindo no período pós-plano Real, de maneira que os bancos e as firmas continuaram podendo compensar parte de suas perdas nele. Esse mercado é associado a disponibilidades no mercado brasileiro de ativos financeiros altamente líquidos e rentáveis como por exemplo: as LFT pós-fixadas indexadas à taxa Selic e as operações compromissadas do Banco Central.

estabilização da inflação ocorre em um contexto de reformas estruturais seguindo a adesão ao projeto econômico neoliberal corporificado no Consenso de Washington (1988). Essas reformas englobaram diferentes frentes, destacando-se a abertura da conta capital e financeira (BRUNO *ET AL*, 2011; CARNEIRO, 2002) como a de maior impacto do ponto de vista de suas consequências para a gestão da política macroeconômica.¹³

Uma consequência da maior integração financeira é o aumento da volatilidade da taxa de câmbio, tendo em vista que o fluxo de capitais para economias em desenvolvimento é pró-cíclico. Assim, em momentos de liquidez internacional, os influxos de capital em excesso causam a apreciação da taxa de câmbio e o aumento do déficit do governo através das operações de esterilização. Em contra partida, um cenário de escassez de liquidez internacional levam a economia a ajustar a taxa de juros para cima, pressionando o câmbio.¹⁴

Dada a particularidade da economia brasileira de manter a taxa de juros real e nominal em elevado patamar em relação às demais economias (desenvolvidas e em desenvolvimento), Kregel (2000) descreve o que ele identifica como um círculo vicioso particular na economia brasileira. Segundo o autor, a liberalização financeira implicou manter um grande diferencial entre a taxa de juros doméstica e a internacional para atrair fluxos de capital. O volume e a rapidez do movimento de capital afetam a taxa de câmbio nominal e, conseqüentemente, as dívidas privada e pública. Para minimizar o impacto da flutuação cambial sobre as dívidas, as autoridades de política econômica tendem a ser mais tolerantes com a apreciação da moeda, o que implica manter o diferencial de juros elevado, além do efeito positivo para o controle de preços, e arcar com os aumentos do déficit público causados pelas operações de esterilização. O autor destaca que a única opção das autoridades econômicas para compensar esse círculo vicioso é reduzir os gastos do governo. Esta diminuição nos gastos do governo combinadas às altas taxas de juros implicaria em uma demanda doméstica e uma taxa de crescimento menor e aumento da dívida pública como percentagem do PIB a longo prazo. A necessidade crescente de financiamento da dívida pública é mais um fator a contribuir para o aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira.

Em suma, a financeirização da economia brasileira não foi iniciada com o processo de desregulamentação e abertura comercial e financeira. Porém, esse processo impulsionou tanto o aprofundamento da financeirização na economia brasileira, através da manutenção de elevado

¹³ O papel do estado não é passivo nesse processo, suas escolhas de resolução de problemas e de implementação de políticas podem potencializam o fenômeno da financeirização (KRIPPNER, 2011;2).

¹⁴ A manutenção de reservas internacionais em patamares altos em moeda estrangeiras e títulos da dívida dos países desenvolvidos com baixo rendimento também é custosa. Vale lembrar que após uma série de crises de balanço de pagamentos em diferentes economias emergentes na segunda metade da década de 1990 (Coréia, 1997; Rússia, 1998; Brasil, 1999), a manutenção de altas reservas internacionais se tornou uma prática comum dessas economias para evitar nossas crises com essa origem.

patamar de juros nominais e reais desde a estabilização de preços, como também inaugurou uma nova fase desse fenômeno.

4. A ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 2000 E O COMPORTAMENTO DO INVESTIMENTO

Avaliando o desempenho da economia brasileira, podemos identificar dois períodos com características distintas. O primeiro, de 1996-2003 é marcado pelas crises cambiais, mudança de regime de câmbio e reformas estruturais internas e baixo dinamismo.¹⁵ Nesse período, a taxa de expansão do PIB foi de 2,0% em média ao ano. A fase seguinte, de 2004-2015, incorpora o período de maior crescimento associado ao boom das commodities, e o crescimento do PIB foi em média de 3,1%. (Tabela 1).

Tabela 1 - Taxas de crescimento médias ao ano do PIB e componentes da agregada: períodos selecionados (em %)

	PIB	Consumo Famílias	Consumo Governo	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportação	Importação
1996-03	2.0	1.4	1.5	0.0	7.5	0.2
2004-15	3.1	3.9	2.3	4.0	4.0	7.6

Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais.

Na primeira fase (1996-2003), a ênfase da política macroeconômica foi na estabilização dos preços e, dado que a conjuntura internacional foi muito instável, as taxas de crescimento do PIB foram baixas. Desde a estabilização de preços com o plano Real, ocorreram sucessivos choques externos: em 1994 a crise mexicana, em 1997 a crise asiática, em 1998 a crise russa. Além disso, em 2001 a economia brasileira sofreu uma grave crise de energia elétrica e em 2002 o país enfrentou fuga de capitais como resultado de expectativas negativas pelos mercados em relação a eleição presidencial de um candidato com certo viés nacionalista (Luiz Inácio Lula da Silva). Em um ambiente de expectativas macroeconômicas instáveis, o desempenho da formação bruta de capital fixo ficou praticamente estagnado.

No período mais recente, 2004-2015, com uma recuperação na taxa média de crescimento do PIB, a formação bruta de capital fixo cresceu em média 4,0% ao ano, taxa superior à dos

¹⁵ As reformas estruturais eram pautadas na agenda neoliberal cristalizada no Consenso de Washington (1985). Elas visavam o melhor funcionamento do mercado, de maneira que a sua implementação proporcionaria a retomada do crescimento e maior eficiência econômica. Essas reformas englobavam a abertura comercial e financeira e um forte processo de desestatização da economia via privatizações. São exemplos dessas reformas: a mudança na regulação bancária permitindo a presença de bancos estrangeiros, a flexibilização do conta CC-5e a redução das barreiras alfandegárias e não alfandegárias a uma larga gama de produtos (a reestruturação tarifária também foi impulsionada pela adesão do Mercosul) Para maiores detalhes ver CARNEIRO (2002, capítulos 8 -10)

componentes de consumo (famílias e governo).¹⁶ A recuperação do investimento foi observada a partir de 2004, mas a crise financeira internacional em 2008 veio a arrefecer a decisão de novos planos de investimento. Contudo, as decisões negativas de investimento decorrentes de impacto negativo nas expectativas devido à crise financeira internacional tornam-se perceptíveis somente algum tempo depois, quando os novos fluxos de dispêndio em ativos fixos passam a se contrair. De fato, a contração da demanda mundial, o colapso dos preços das *commodities* e o aumento da incerteza externa atingiram a economia brasileira de maneira mais efetiva no ano de 2009 – crescimento do PIB foi de -0,1%. Em consequência das políticas anticíclicas de estímulo à demanda agregada implementadas pelo governo federal entre o último trimestre de 2008 e o ano 2009, a economia obteve um crescimento econômico em 2010 considerado surpreendente (7,5%) (DE ALMEIDA, 2011). Taxas positivas de crescimento do PIB ainda foram registradas até 2014 (0,5%), porém decrescentes. A formação bruta de capital fixo foi negativa em 2014 (-4,2%) e 2015 (-13,9%).

De acordo com estudo da CEMEC (2015), a desaceleração da taxa de investimento ocorreu principalmente nas empresas não-financeiras. Segundo o estudo, o que explica esse movimento é o fato da taxa de retorno sobre o capital investido não ter sido suficiente para cobrir os custos da dívida que fora assumida para financiar os investimentos. Em relação ao setor industrial, em particular, o estudo revela ser possível observar uma redução das margens de lucro, como resultado da dificuldade de repasse da elevação dos custos para o preço final.

Comparando a evolução da série da formação bruta de capital fixo com a evolução do crédito a pessoas jurídicas (saldo das operações de crédito para pessoa jurídica considerando Recursos livres + Recursos direcionados)¹⁷ podemos inferir sobre o momento de transição para empresas não-financeiras quando, devido à retração na demanda agregada, o ônus da dívida passa a aumentar relativamente ao total da receita. O Gráfico 1 mostra que os investimentos foram estimulados pela expansão do crédito até meados de 2013.¹⁸ Ressalta-se que as duas séries possuem uma correlação quase perfeita ($R^2 = 0,9515$). Observa-se também que o saldo de crédito citado, excluindo o ano de 2010, cresceu sempre a taxas mais elevadas do que os investimentos. No

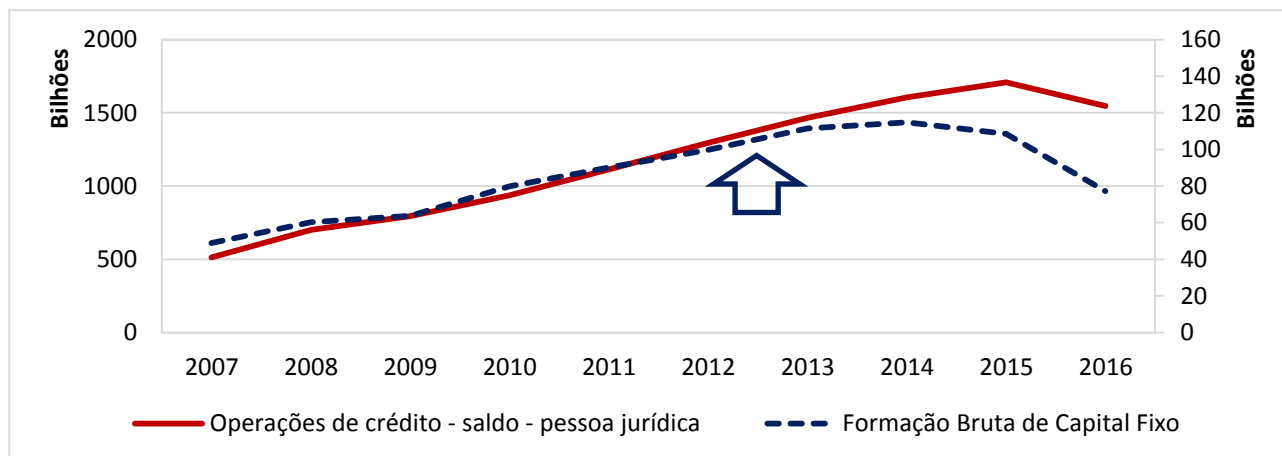
¹⁶ Vale observar que o aumento no crescimento da absorção doméstica com crescimento relativamente baixo do setor manufatureiro (taxa média de crescimento de 0,7% em média ao ano) implicou aumento dramático no crescimento das importações de 7,6% em média ao ano.

¹⁷ Os recursos direcionados consistem em linhas de crédito que possuem taxas de juros pré-estabelecidas de acordo com normas governamentais. Esta modalidade de crédito visa atender os seguintes setores: rural, habitação e infraestrutura. Já os recursos livres são créditos que possuem taxas flexíveis que são determinadas através da negociação das instituições financeiras e dos tomadores. Esta modalidade contempla um vasto leque de opções. Para pessoa jurídica apresenta-se no crédito para capital de giro, aquisição de bens, financiamento de imóveis entre outras. Em relação a pessoa física os recursos livres são utilizados para financiamento de veículos e imóveis além de serem utilizados também nos recursos emergenciais como cheque especial e cartão de crédito. (HARBACHE 2009)

¹⁸ Melo e Rodrigues Júnior (1998), Ribeiro e Teixeira (2001) citados em Luporini e Alves (2010) conseguem demonstrar econométricamente que a disponibilidade de crédito possui uma influência positiva no nível dos investimentos privados, sendo o crédito uma variável bastante relevante.

entanto, a partir de 2013 observou-se a ocorrência de um descolamento entre a taxa de crescimento das duas variáveis, tendo o crédito crescido, notadamente, de forma mais acelerada até 2015.

Gráfico 1 - Formação bruta de capital fixo e Operações de crédito ao setor privado.

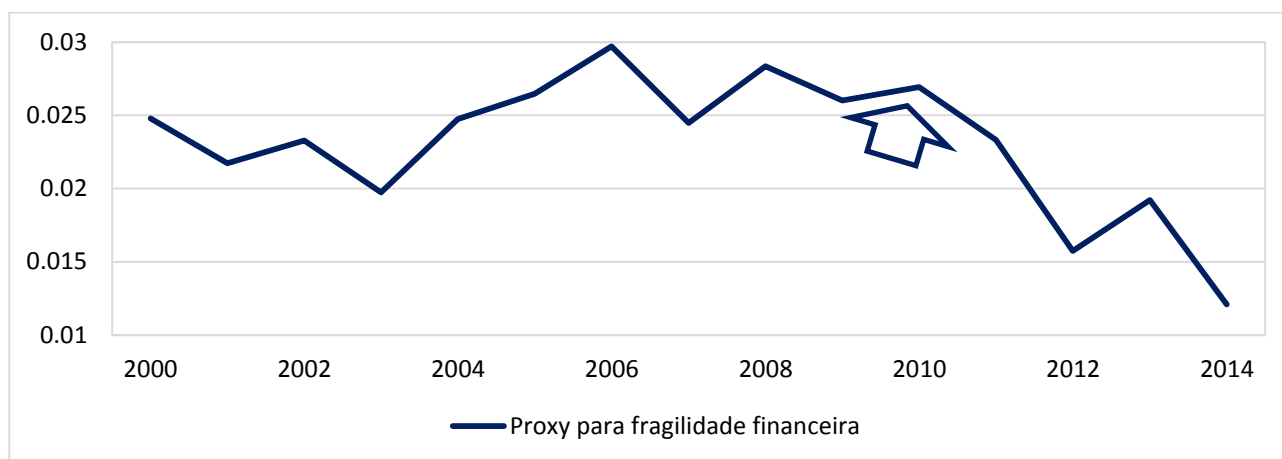


Fonte: IPEA-Data e SCNT (IBGE)| Elaboração própria.

O fato do crédito às empresas continuar aumentando enquanto o investimento inicia um processo de desaceleração com retração, pode remeter ao início do aumento da instabilidade financeira exposta na seção teórica. O Gráfico 2 busca identificar o momento crítico de mudança quando um número crescente de empresas veem quebradas suas expectativas de receita e se veem obrigadas a refinanceir suas dívidas em condições piores e mais arriscadas. Essa inferência pode ser corroborada por uma variável *proxy*¹⁹ para fragilidade financeira, segundo a qual, quanto menor o indicador de *proxy* da fragilidade financeira, maior o grau de fragilidade. O Gráfico 2 mostra que a partir de 2010 as empresas não financeiras encontram-se em uma posição de crescente fragilidade.

¹⁹ A Proxy para medir a fragilidade financeira foi calculada a partir da seguinte fórmula: $\frac{EOB}{(\varphi + \omega)}$ Onde o EOB é o excedente operacional bruto das empresas não financeiras, φ é o somatório das despesas não operacionais e dos impostos e taxas da indústria de transformação e ω é o somatório das despesas não operacionais e dos impostos e taxas da indústria extrativa. (Ambos fornecidos pela Pesquisa Industrial Anual - PIA) Desta forma, quanto menor for a proxy maior a instabilidade financeira de uma economia.

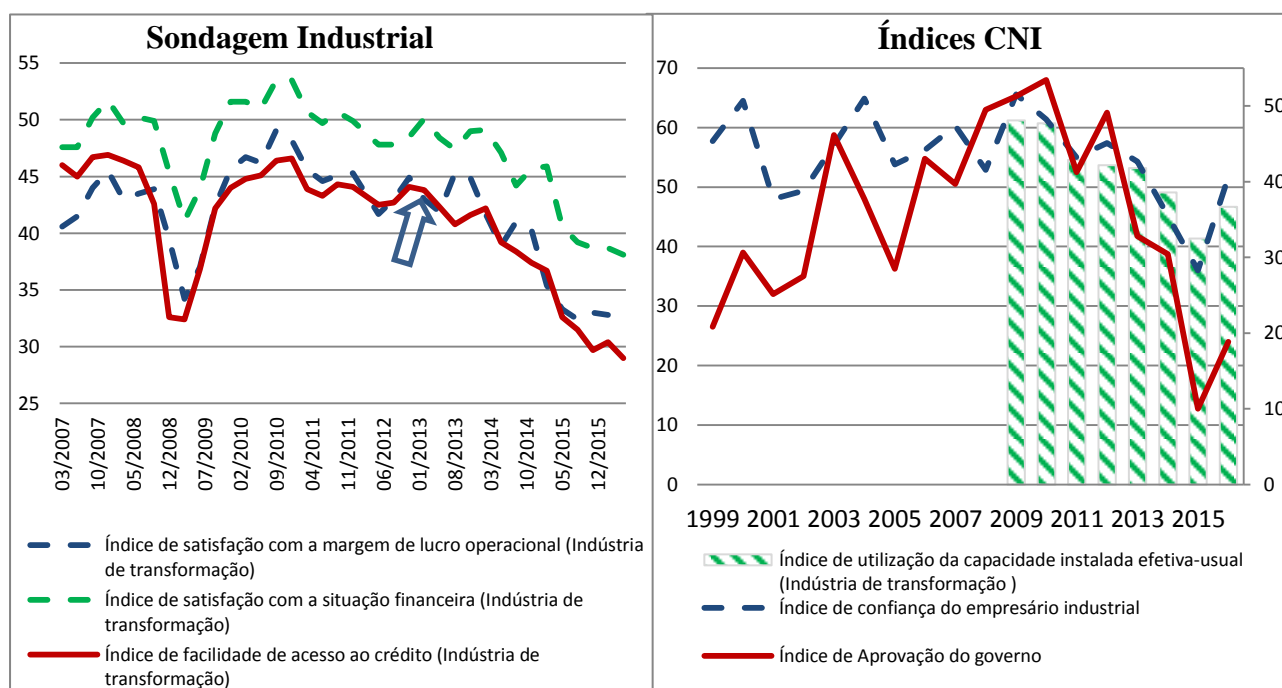
Gráfico 2 - Proxy para medir a fragilidade financeira.



Fonte: PIA (IBGE) e SCN (IBGE)| Elaboração própria.

O Gráfico 3, com indicadores sobre a percepção dos empresários do setor industrial sobre variáveis relevantes para a tomada de decisões de conjuntura, mostra claramente como após a breve recuperação dos indicadores expectacionais dos empresários em 2009/10, estes voltam a piorar consistentemente. Assim, o cruzamento das curvas apresentadas no Gráfico 1, indicando a desaceleração do investimento a partir de 2012/3 coincidem com a queda mais acentuada do índice de satisfação com a margem de lucro operacional, do índice de satisfação com a situação financeira e do índice de facilidade de acesso ao crédito a partir de 2013 apresentadas no Gráfico 3. O grau de utilização de capacidade instalada mostra queda já a partir de 2009, juntamente com a queda no grau de confiança empresarial. Ao final do ano de 2015 todos os índices apresentaram a pior posição na série histórica observada.

Gráfico 3 – Indicadores CNI



Em suma, o expressivo aumento na relação FBCF/PIB a partir de meados dos anos 2000 pode ser entendido como resultado do clima de otimismo na economia diretamente relacionado ao *boom* dos preços de commodities e ao acelerado crescimento da economia chinesa. Desta forma configurou-se um cenário propício para que o otimismo espontâneo fosse aflorado. Por consequência deste cenário favorável, as empresas recorreram ao mercado de crédito a fim de financiar seus investimentos produtivos, na confiança de que os excedentes gerados seriam suficientes para cobrir custos operacionais e financeiros. Contudo, a mudança de cenário externo, com impacto negativo sobre as expectativas empresariais, reverte o ciclo expansivo, deteriorando a situação financeira das empresas. É neste sentido que entendemos que há indícios de que a economia brasileira está passando por um “ciclo minskyano”. Tem-se claramente um momento de *boom* dos investimentos a partir de 2006, aumento do endividamento das firmas (o endividamento é pautado pela aversão ao risco dos empresários, quanto menos avesso ao risco maior as chances de assumir uma posição financeira especulativa ou *Ponzi*) seguido de uma quebra das expectativas de ganhos e de retração da oferta de crédito. Na próxima seção este argumento será melhor detalhado.

5. O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO E O COMPORTAMENTO DAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS

As relações financeiras envolvidas no financiamento do investimento em ativos de capital em economias modernas, como visto na seção teórica, explicam as causas das reversões cíclicas. A economia brasileira a partir de 2014 claramente entrou em uma fase recessiva, cabendo, portanto, investigar como esta pode ser explicada por mudanças na dinâmica de acumulação de capital fixo. Por outro lado, um maior nível de endividamento por parte das empresas não-financeiras é entendido como um sintoma do fenômeno da financeirização.

Relatório do IPEA (2013, p. 9), sobre o financiamento das corporações, mostra que um impulso à acumulação de capital em ativo fixo foi observada na economia brasileira através da expansão dos canais de financiamento disponíveis às empresas. O relatório aponta como as principais fontes para a acumulação de capital uma ampla reserva de recursos próprios por parte das empresas; os desembolsos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no financiamento de longo prazo e o crescente acesso aos mercados financeiros internacionais. No que segue iremos analisar a evolução dos canais de financiamento das empresas não financeiras.

A. AUTOFINANCIAMENTO: UMA TENDÊNCIA DE MUDANÇA

O autofinanciamento como principal fonte de financiamento da acumulação de capital no país é reconhecido em diversos estudos (ver, por exemplo, SINGH, 1995; MOREIRA E PUGA, 2000; ALMEIDA *ET AL*, 2013). Porém, Almeida *et al* (2013; 40) destacam que desde a década de 1990 as firmas brasileiras têm aumentado o seu nível de endividamento geral e de longo prazo, de maneira que a relevância dos meios de financiamento externos à firma tem aumentado. Dessa maneira, o padrão da estrutura de financiamento das firmas brasileiras estaria se aproximando de um padrão com base no crédito, principalmente, para as grandes firmas.

Conforme Almeida *et al* (2013, p. 50) antes do advento da crise mundial e a sua repercussão sobre a economia brasileira, esta vivia um *boom* de investimentos. O investimento das empresas não-financeiras chegou a 10,2% do PIB em 2008.²⁰ Esse *boom* foi acompanhado de transformações no padrão de financiamento das firmas brasileiras, ou seja, as mesmas aumentaram o seu nível de investimento e o seu nível de endividamento geral e de longo prazo (op. cit, p. 40).

A partir de 2003 até 2007, em todos os anos, a capacidade de autofinanciamento das empresas não financeiras superou o gasto em investimento (Tabela 2). Na segunda fase de crescimento mais forte da formação bruta de capital (2010-2013), o padrão de financiamento das empresas não financeiras mudou, pois, a parcela de autofinanciamento situou-se na faixa de 75% do investimento realizado.

²⁰ Segundo os autores, mesmo durante o ano de 2008, a crise não impactou os investimentos já em curso de modo que o fluxo de investimento aumentou 23,4% entre 2007 e 2008.

Tabela 2- Autofinanciamento das empresas não financeiras¹ (%)

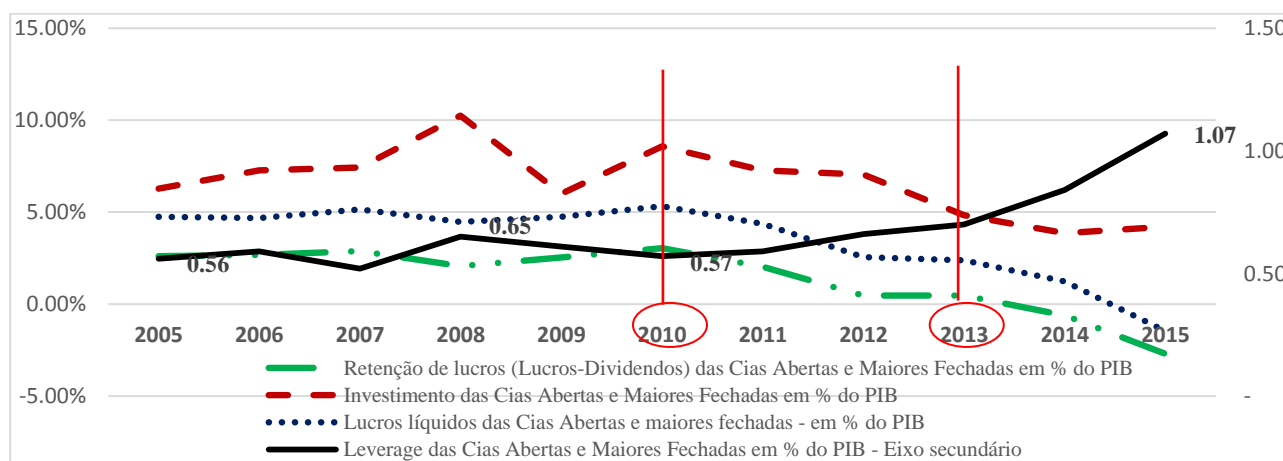
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
105,3	98,7	89,7	120,9	126,1	112,4	115,7	100,5

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
96,6	99,1	76,7	78,4	77,2	86,3	97,8

¹Renda disponível sobre formação bruta de capital

Fonte: Contas Econômicas Integradas (Ceis) – IBGE. | Elaboração própria.

Informações de dois estudos do CEMEC (CEMEC, 2016; ROCCA, 2016) também apontam na direção de que está havendo uma mudança no padrão de financiamento das firmas. Segundo os estudos, após o resultado do ano de 2010, as tendências das variáveis lucro líquido, investimento, *leverage* e retenção de lucros se alteram (Gráfico 4). O lucro líquido, a retenção de lucros e os investimentos passam a ter uma trajetória descendente ²¹ que se acelera a partir de 2013. Da mesma forma, a tendência de queda do lucro retido como parcela da formação bruta de capital das empresas não-financeiras se acelera a partir de 2010 até se reverter em 2013, conforme visto (Tabela 2).

Gráfico 4 - Cias Abertas com Petrobras e Maiores Cias Fechadas

Fonte: Rocca (2016) - Base de dados CEMEC | Elaboração própria.

B. ENDIVIDAMENTO EXTERNO

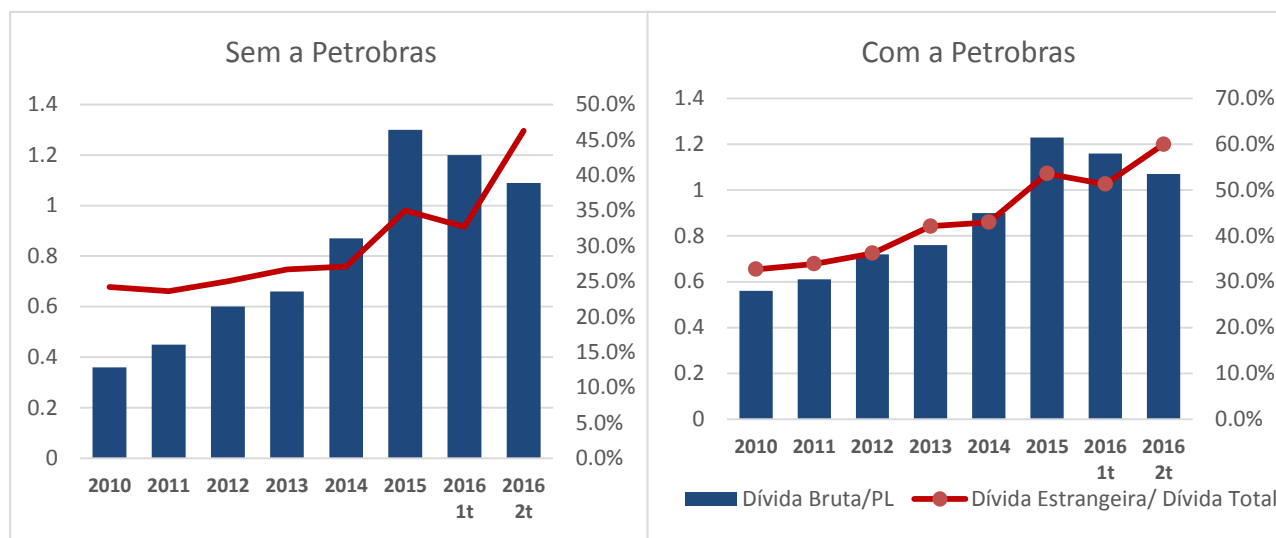
O aumento do índice de alavancagem e da queda da retenção de lucros também foi acompanhado de uma alteração na composição da dívida das firmas não-financeiras. Essa alteração é caracterizada pelo aumento da importância da dívida em moeda estrangeira. Segundo dados do

²¹A variável investimentos como porcentagem no PIB parece reverter a tendência de queda em 2015, porém os dados relativos a formação bruta de capital fixo no mesmo ano mostram uma queda de mais de 18%. Além disso, dados preliminares das contas trimestrais mostram uma queda maior da formação bruta de capital fixo nos três primeiros trimestre de 2016 do que nos mesmos períodos de 2015.

Banco Central, do segundo trimestre de 2007 ao segundo trimestre de 2016 a dívida externa bruta das empresas não financeiras cresceu 142,62%.

O estudo do CEMEC (op.cit.) mostra que as companhias abertas, sem a Petrobras, a participação da dívida em moeda estrangeira passa de 24,2% em 2010 para 46,3% no segundo trimestre de 2016 (Gráfico 5). Adicionando a Petrobras à análise, a situação se apresenta mais alarmante, pois, a dívida em moeda estrangeira passou de 32,7% em 2010 para 60% no segundo semestre de 2016.

Gráfico 5 - Composição da dívida das Cias Abertas não financeiras 2010-2016



Fonte: CEMEC (06/2016) | Elaboração própria.

Ao mesmo tempo, a evolução dos desembolsos do BNDES também mostra uma mudança de tendência ao longo do período 2000-2014. Entre 2000 e 2013, os desembolsos totais do BNDES em termos nominais apresentaram tendência crescente, retirando o ano de 2011. A partir de 2014 a tendência se torna negativa e se aprofunda em 2015. Os desembolsos dos programas focados na compra de máquinas e equipamentos possui o mesmo comportamento. Segundo Almeida *et al* (op. cit, p. 52), para as grandes corporações brasileiras²² o autofinanciamento e os empréstimos oriundos do BNDES chegaram a representar 70% do total da estrutura de financiamento entre 2007-2009.

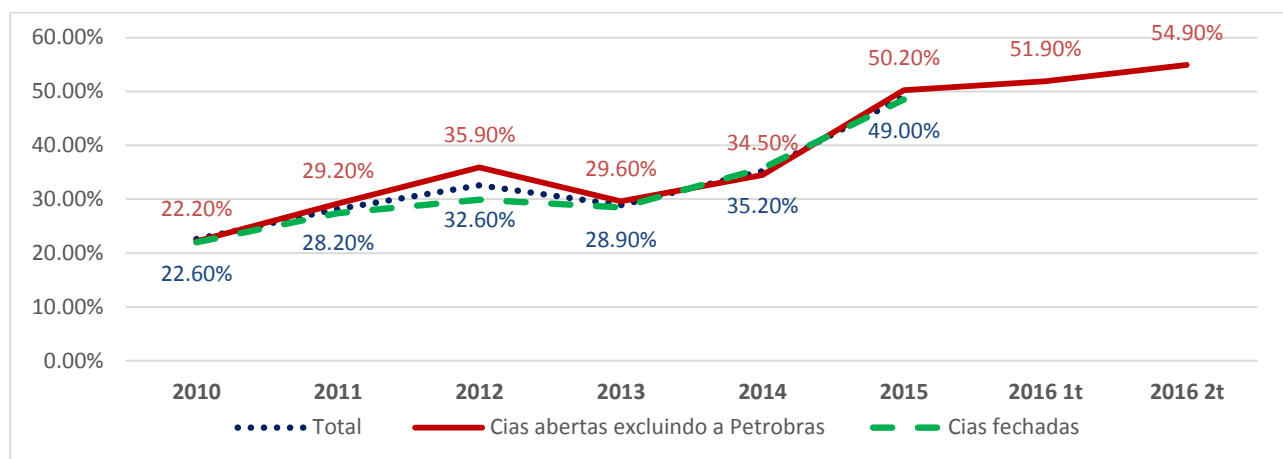
C. ENDIVIDAMENTO E EVOLUÇÃO DO CRÉDITO

A combinação de uma trajetória de endividamento crescente aliada a uma trajetória de lucros líquidos declinante contribui para que a postura de uma parte significativa das firmas não financeiras seja considerada especulativa ou *Ponzi*. O já referido estudo do CEMEC (2016) sobre endividamento das empresas brasileiras mostra a existência de uma trajetória crescente do número

²²Informações auferidas via entrevistas com representantes de 24 grandes empresas. Para maiores detalhes ver Almeida *et al*. (2013;41-42).

de empresas que não é capaz de gerar caixa suficiente para cobrir as suas despesas financeiras. Segundo os dados desse estudo, o total de empresas (companhias abertas e maiores companhias fechadas) nessa situação passou de 22,6% em 2010 para 49,0% em 2015 (Gráfico 6). Como grande parte das receitas das empresas estão comprometidas com o pagamento de compromissos de dívidas é possível considerar a situação financeira das firmas brasileiras como frágil (DE PAULA, 2007).

Gráfico 6 - Porcentagem das empresas brasileiras com postura considerada Ponzi¹ entre 2010-2016.2



¹ O número de empresas que apresenta o indicador EBTIDA/Despesa Financeira >1.

Fonte: CEMEC (06/2016) | Elaboração própria.

Ao mesmo tempo, houve a redução da geração de caixa em relação à receita operacional líquida (ROL) (calculada via a razão do EBITDA e a ROL), ela passou de 20% da ROL em 2010, para 10% em 2010 (CEMEC, op.cit.;15)²³. Esse resultado foi influenciado pelo aprofundamento da recessão econômica, que impactou negativamente as vendas²⁴, pela desvalorização cambial que impactou nos custos das empresas, pelo recrudescimento do processo inflacionário e pelo aumento das taxas de juros. Esses eventos combinados atuam no valor do montante da dívida das firmas e consequentemente nas despesas financeiras a ele associada.

Como salientado anteriormente, quando uma economia possui um alto número de firmas com uma postura especulativa e/ou *Ponzi*, está sujeita a mais instabilidade financeira e é mais suscetível ao risco sistêmico e de contágio. Em uma economia com essa estrutura qualquer frustração de expectativas pode ocasionar um processo de desalavancagem e iniciar uma crise.

Por outro lado, o comportamento do setor bancário acaba aprofundando o ciclo de endividamento das firmas. Esse comportamento tem sido conjunção de retração de crédito e de

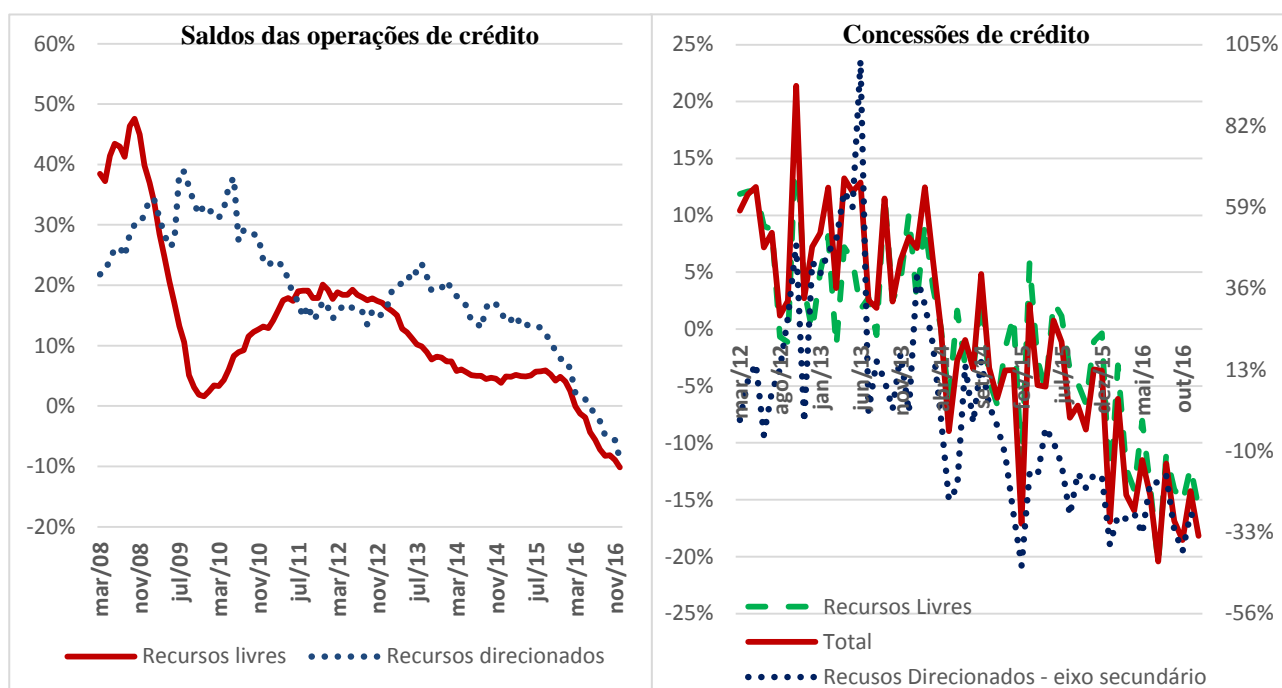
²³ Dados para as empresas abertas excluindo a Petrobras e para as maiores fechadas, Para maiores detalhes ver CEMEC (op.cit.;6-7)

²⁴ A utilização da capacidade instalada da indústria em geral atingiu o menor valor em mais de vinte anos no ano de 2016 (77,2%) (CNI em IPEADATA).

aumento da seletividade e aumento do *spread* bancário (DE PAULA, 2017; 5). Segundo dados do Banco Central, o *spread médio* das operações de crédito passaram de 7,4 p.p. em junho de 2013 para 10,7 p.p. em dezembro de 2016, um crescimento de 47,4%.

Não só os custos dos empréstimos estão aumentando, como também as operações de crédito apresentam trajetória decrescente. O Gráfico 7 mostra que os saldos das operações de crédito a pessoas jurídicas tanto na rubrica recursos livres, como na rubrica direcionados apresentam tendência declinante desde o ano de 2013. Da mesma maneira, as concessões de crédito apresentam uma tendência de decréscimo desde o ano de 2014, essa tendência se aprofunda no terceiro trimestre de 2015.

Gráfico 7 – Evolução das operações de crédito para pessoa jurídica – variação em 12 meses (%)



Fonte: BCB | Elaboração própria

D. *FINANCEIRIZAÇÃO*

Uma das características do processo de financeirização é que além de se observar uma redistribuição funcional da renda do trabalho para o capital,²⁵ observa-se também uma redistribuição dentro do próprio rendimento do capital.²⁶ Ou seja, a financeirização ocasionaria

²⁵ O fato estilizado da alteração da distribuição funcional da renda pró-lucros não é observado na economia brasileira entre os anos de 2004-2013, na realidade se observou um movimento oposto. Ou seja, ocorreu um declínio da participação dos lucros (excedente operacional bruto) na renda e um aumento da remuneração dos empregados (salários) na renda. Uma possível explicação para esse fato é que no ciclo de crescimento (2003-2010), foi constituído um pacto social (coalização sociopolítica) que possibilitou uma melhoria distribuição de renda pessoal e funcional, através da implementação de uma política de valorização do salário mínimo e de políticas de transferência de renda. (IANONI, 2014).

²⁶ Palley (2013; 5) destaca que a financeirização também altera a composição da parcela do capital na renda. O capital se dividiria em duas rubricas: lucros e juros. De maneira que a alteração se daria com o aumento da parcela dos juros, e consequentemente com o declínio da parcela dos lucros.

uma redistribuição de lucros do setor não-financeiro para o setor financeiro, na qual a parcela dos lucros provenientes dos setores não-financeiro decairia em prol de um aumento da parcela dos lucros provenientes do setor financeiro (PALLEY, 2013; 5).²⁷ Dentro do mesmo escopo teórico, Clévenot (2006; 4) salienta que o processo de financeirização poderia levar a uma mudança na própria composição dos lucros dos setores não-financeiros, de modo que o lucro não operacional aumentaria a sua participação no lucro total em decorrência de uma queda da participação do lucro operacional. Ou seja, as empresas iriam compensar parte da retração das suas atividades tradicionais com o aumento da atividade financeira.

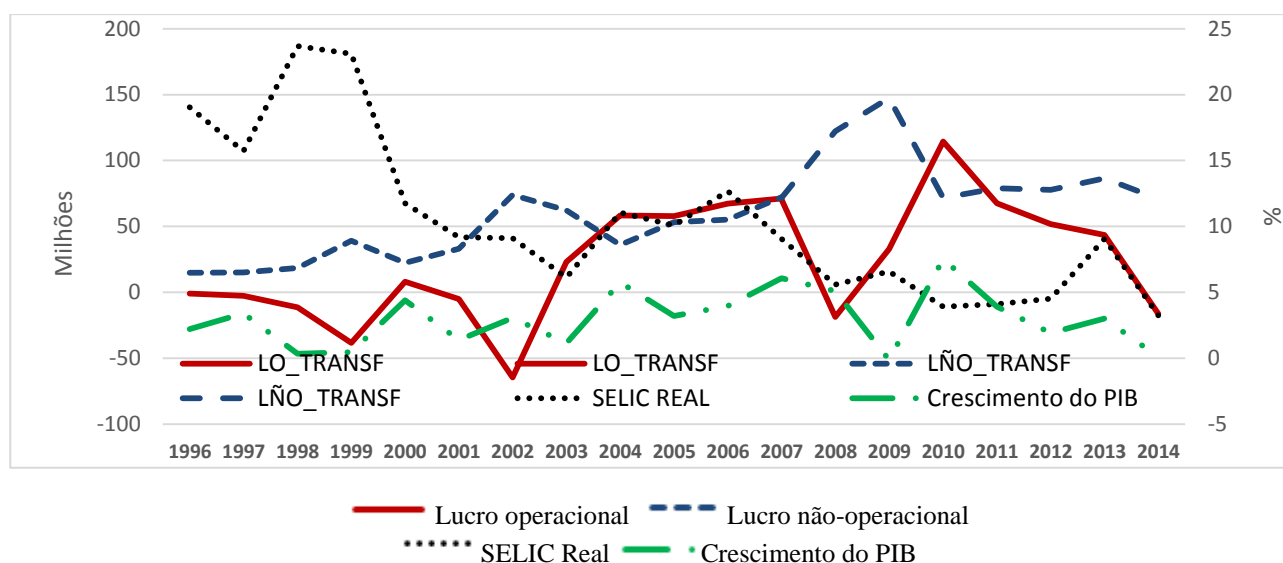
O aumento da participação do setor financeiro *vis-à-vis* o setor não financeiro é visível através do aumento da participação do setor financeiro no VAB, que alcança a 6,4% em 2014. A parcela de renda disponível bruta do setor financeiro em relação ao total da economia aumentou de 2,0% em 2000 para 2,3% em 2014. Vale observar ainda que o ligeiro aumento do peso do setor financeiro na estrutura produtiva da economia ocorre em um contexto de recuo da indústria de transformação, o setor de atividade mais dinâmico, no total de valor adicionado. Em 2000 a indústria manufatureira contribuía com 15,3% do total do valor adicionado a preços correntes, e em 2014 este percentual correspondia a 12,0%. Já a participação no EOB total do setor financeiro e do setor não financeiro aumentaram no mesmo período de análise (2000-2014), de maneira que o setor não financeiro aumentou 2,9%, enquanto o setor financeiro aumentou 64,7% a sua participação. Outra maneira de constatar o aumento da importância do setor financeiro é no montante de juros pagos pela economia como um todo que em 2013 representou 33,3% do PIB (Contas Nacionais – IBGE).

Em relação ao setor manufatureiro, através dos dados da Pesquisa Industrial Anual (PIA), podemos analisar como se comportou o lucro operacional e o lucro não operacional entre os anos de 1996 e 2014 para a indústria de transformação (Gráfico 8).

O comportamento dessas variáveis apresenta trajetórias bem claras. Primeiramente, nota-se que o lucro não operacional supera o lucro operacional na maior parte do período analisado. É possível observar que o lucro não operacional possui uma tendência de crescimento até 2013, essa tendência possui uma quebra significativa em 2011, mesmo ano em que a taxa Selic real obteve a menor taxa do período (3,9%). Por sua vez, a trajetória do lucro operacional é mais errática durante o período, de maneira que é possível distinguir apenas dois movimentos claramente: tendência crescente (2003-2007) e tendência decrescente (2012-2014). Dessa maneira, é possível aventar que a hipótese levantada por Clévenot (2006) é observada na indústria de transformação brasileira.

²⁷ “Furthermore, there has been an increase in the financial sector’s share of total profits and a decrease in the non-financial sector’s share” (PALLEY, 2013; 5).

Gráfico 8 - Lucro operacional¹ versus Lucro² não operacional, Taxa Selic Real e Crescimento do PIB para a indústria de transformação– 1996-2014



¹ A taxa Selic real anual foi calculada através da média geométrica das taxas reais mensais acumuladas ao ano. O índice de inflação utilizado foi o IPCA.

² O lucro operacional foi calculado através da subtração da despesa operacional total da receita operacional total.

³ O lucro não operacional foi calculado através da subtração da despesa não operacional total da receita não operacional total.

Fonte: Pesquisa Industrial Anual (PIA) – IBGE | Bacen Brasil (Selic) | Carta Conjuntura n. 31 - Ipea (PIB). Elaboração própria.

6. CONCLUSÃO

Diawara (2009) apresenta três possíveis cenários dos efeitos da crise financeira internacional para a economia brasileira: cenário de uma crise bancária, cenário de uma crise cambial e cenário de uma recessão. Decorridos mais de oito anos de seu início, é possível identificar que os efeitos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira foi o cenário da recessão econômica. O ritmo de crescimento médio pós-crise (2010-2016) ficou em 1,4% a.a. contra 3,6% a.a. no período pré-crise (2003-2009), sendo que nos últimos dois anos a economia encolheu mais de 3% a.a.

A autora (op.cit., 14) destaca que os principais mecanismos de desaquecimento da economia brasileira seriam a contração da demanda mundial e a manutenção de taxas de juros elevadas. Ou seja, a combinação de contração da demanda mundial com uma política restritiva doméstica em um contexto de forte instabilidade e alta incerteza econômica acarretariam um “reforço das estratégias patrimoniais dos grandes bancos e empresas, o que acentua a tendência estrutural de redução dos investimentos produtivos e da acumulação do capital” (DIAWARA, 2009; 14).

Como foi discutido neste trabalho a crise financeira internacional de 2008 contribuiu para uma alteração na estratégia patrimonial das empresas não financeiras. As empresas foram estimuladas pela recuperação da economia nos anos de expansão do comércio internacional e de

melhora nos termos de troca a aumentarem seus investimentos, de maneira a ampliarem a participação dos meios de financiamento externo a elas. Como consequência desse processo, o nível de endividamento dessas empresas aumentou. Em concomitância, para se protegerem e compensarem possíveis perdas das suas atividades produtivas, elas aumentaram também os seus investimentos e aplicações financeiras, aumentando assim o seu lucro não operacional.

Por outro, ocorreu um aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira. No plano da firma esse aprofundamento se deu via aumento do nível do endividamento, maior dependência de meios externos de financiamento para o investimento, e o aumento do lucro não operacional frente ao operacional. O aumento do nível de endividamento das empresas, principalmente das não-financeiras, e o maior comprometimento do seu fluxo de caixa com o pagamento das despesas financeiras, afetaram também a sua capacidade de investir, de maneira que os seus gastos com investimento produtivos são declinantes. Essa consequência do aumento do nível de endividamento das empresas também é considerada pela literatura um sintoma do fenômeno da financeirização e de seu aprofundamento.

A dificuldade na recuperação do dinamismo econômico nos últimos anos perpassa a dificuldade na recuperação do crescimento da formação bruta de capital, o principal eixo do crescimento observado no período anterior. Dada a atual política austeridade econômica do governo federal, e de grande parte dos governos regionais, a saída da recessão recai, única e exclusivamente, sobre a recuperação do investimento privado. Como foi demonstrado nesse artigo, nem o contexto macroeconômico de elevada taxa real de juros e a atual configuração financeira das empresas não financeiras não contribuem para a saída da recessão.

Desde o ano de 2010, a retenção de lucros e lucro líquido são declinantes, enquanto o nível de endividamento e de alavancagem das empresas não financeiras são crescentes. Em concomitância, a composição da dívida dessas empresas também mudou, de maneira que a significância da dívida moeda em estrangeira no total da dívida bruta é crescente. Como resultado desse processo, dentre as companhias abertas e maiores companhias fechadas 49% delas não eram capazes de gerar o caixa suficiente para o pagamento das suas despesas financeiras no ano de 2015. Soma-se a essa conjuntura, o comportamento restritivo do setor bancário (aumento do spread bancário e da seletividade nas concessões) que contribui para o aprofundamento do ciclo de endividamento das firmas ao aumentar os custos de rolagem das dívidas.

Dado o aumento da alavancagem e da exposição cambial de um número significativo de empresas brasileiras observado nos últimos anos é possível caracterizar que elas possuam postura de financiamento *Ponzi*. Seguindo a hipótese da instabilidade financeira (HIF) desenvolvida por Minsky (1986), uma economia que possui um número alto de firmas com uma postura especulativa

e/ou *Ponzi*, está sujeita à mais instabilidade financeira e mais suscetível ao risco sistêmico e de contágio.

Dessa maneira, a economia brasileira estaria enquadrada em um ciclo Minskyano. A saída de um ciclo Minskyano perpassa a melhoria da condição financeira dos agentes, ou seja, depende da recuperação do *cash flow* dos mesmos, que depende da recuperação do nível da demanda agregada e da queda na taxa de juros reais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLLIETTA, M. (2000). Shareholder value and corporate governance: some tricky questions, *Economy and Society*, 29, pp. 146-159.
- DE. ALMEIDA, J.S.G (2011), Como o Brasil superou a crise, IN Desdobramentos da crise financeira internacional, Revista de Economia Política, vol. 31, nº 2 (122), pp. 315-335 abril-junho/2011.
- DE ALMEIDA, J.S.G.; CINTRA, M. A M; JACOB, C A; NOVAIS, L. F; FILLETI, J de P. (2013), Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira, IN CINTRA, M.A. M. e SILVA FILHO, E. B. (org.) *Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*. IPEA, Brasília, 2013. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=18132Acesso em 22 de janeiro de 2017.
- BAHRY, T. R., e GABRIEL, L. F. (2010). A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos, *Economia Contemporanea*, 27-60
- BIANCARELLI, A M. (2010). A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes, *Estudos Econômicos*, vol. 40, no. 4, pp. 917-942.
- BIELSCHOWSKY, R. and MUSSI, C. (2006). El pensamiento desarrollista en Brasil: 1930-1964 y anotaciones sobre 1964-2005. In: CAVE, R. *Brasil y Chile: una mirada hacia América Latina*. Santiago de Chile: RIL Editores, 2006.
- BONIZZI, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries: A Survey *International Journal of Political Economy*, vol. 42, no. 4, Winter 2013–14, pp. 83–107
- BOYER, R. (2000), Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis, *Economy and Society*, 29(1), 111 – 145.
- BRUNO, M. E CAFFÉ, R. (2015), Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasileiro. IN: Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. 1ed.Rio de Janeiro: IBGE, 2015.
- BRUNO, M.; DIAWARA, H.; ARAUJO, E.; REIS, A.N.; RUBENS, M. (2001). Finance-Led Growth Regime no Brasil. *Revista de Economia Política* (Impresso), v. 31, p. 730-750, 2011.
- CARNEIRO, R (1999), Globalização Financeira e Inserção Periférica. *Economia e Sociedade*, vol 13, pp 57-92.
- _____ (2002), *Desenvolvimento em Crise – A economia brasileira no último quarto do século XX*, São Paulo, Editora UNESP, IE – Unicamp.
- CEMEC (2016), Endividamento das empresas brasileiras: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016, nota Cemec n. 06, agosto de 2016, Instituto IBMEC Mercados de Capitais.
- _____ (2015), Fatores da queda do investimento 2010-2014, nota Cemec 03/2015, março de 2015, Instituto IBMEC Mercados de Capitais.

- CLÉVENOT, M. (2006), Financiarisation, régime d'accumulation et mode de régulation. Peut-on appliquer le « modèle » américain à l'économie française ? Tese (Université Paris-Nord – Paris XIII), 2006, 377 pp.
- CORRÊA, M.F. (2016), A Dinâmica do Investimento à luz das novas teorias desenvolvimentistas. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia - Universidade Federal Fluminense (UFF), 2016.
- DA COSTA, F. (2015), Financeirização e Bancarização, disponível em: <http://brasildebate.com.br/bancarizacao-e-financeirizacao/> [Blog Internet], acesso em 18 de janeiro de 2017.
- DIAWARA, H. (2009), Uma análise da crise financeira americana e de suas repercussões para a economia brasileira, II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), setembro de 2009, Porto Alegre- RS.
- ESPTEIN, G. (ed.) (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- FEBRABAM (2012), Apresentação da Pesquisa Ciab FEBRABAN 2012, O setor bancário em números, disponível em <http://pt.slideshare.net/HelioPenchel/ciab-febraban-pesquisa-setor-bancario-em-numeros-2011> , acessado em 10 de janeiro de 2017.
- _____ (2014), Pesquisa FEBRABAN de Tecnologia Bancária 2014, realização Deloitte, Disponível em: <https://cmsportal.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Pesquisa%20FEBRABAN%20de%20Tecnologia%20Bancaria%202014.pdf> , acessado em 10 de janeiro de 2017.
- _____ (2015), Pesquisa FEBRABAN de Tecnologia Bancária 2015, realização Deloitte, Disponível em: <https://cmsportal.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Relatorio%20-%20Pesquisa%20FEBRABAN%20de%20Tecnologia%20Banc%C3%A1ria%202015.pdf> , acessado em 10 de janeiro de 2017.
- FILGUEIRAS, L. (2006) O neoliberalismo no Brasil: estrutura, dinâmica e ajuste do modelo econômico. In: BASUALDO, E. M.; ARCEO, E. *Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionales*. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires. Agosto 2006
- GUTTMANN, R. (2016), *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*, Palgrave Macmillan US, New York, 286 pp., 2016.
- HARBACHE, R. (2009), O impacto da política monetária sobre os juros e crédito bancário, Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV), 2009.
- HEIN, E. (2012), *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and Its Crisis*. Cheltenham: Edward Elgar.
- IANONI, M. (2014), Estado e coalizão desenvolvimentista no Brasil no ciclo pós-neoliberal IN: IX Encontro da ABCP, 2014, Brasília. Anais do IX Encontro da ABCP, 2014. v. 1. p. 1-24.
- IPEA (2013). *Financiamento das Corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*, Cintra, M A M e Silva Filho, E B (org), Brasília.
- KARWOWSKI, E. e STOCKHAMMER, E. (2017), Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies, *Economic and Political Studies*, 5:1, 60-86,
- KREGEL, J. (2000), The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation to Fiscal Fragility, Economics Working Paper Archive wp_294, Levy Economics Institute.
- KRIPPNER, G. (2011), *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press; 240 pp., 2011.
- LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, *Economy and Society*, 29(1), 13 – 35.
- LOURENÇO, A. L. (Dezembro de 2006). O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. *Economia e Sociedade*, 15, 445-474.
- LUPORINI, V. e ALVES, J. (2010) Investimento privado: uma análise empírica para o Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 19, n. 3 (40), p. 449-475, dez. 2010.

- MILÁ, M. (2015). Income Concentration in a Context of Late Development: An Investigation of Top Incomes in Brazil using Tax Records, 1933–2013, Paris School of Economics, mimeo. Available at <http://piketty.pse.ens.fr/files/MorganMila2015.pdf>, acesso em 20 de janeiro de 2017.
- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- _____ (1992). The Financial Instability Hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College - Working Paper No. 74.
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. (2000), Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real. Rio de Janeiro: BNDES, Texto para Discussão, n. 84, out. 2000.
- PAINCEIRA, J. P. (2009). Developing countries in the era of financialisation: from deficit accumulation to reserve accumulation, Discussion Paper no. 4, Research on Money and Finance, School of Oriental and African Studies.
- PALLEY, T. (2013), *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. Palgrave Macmillan, May 2013.
- DE PAULA L.F. (2017). A economia brasileira em condições de instabilidade financeira. Acesso em 10 de Janeiro de 2017, disponível em <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/economia-brasileira-em-condicoes-de-instabilidade-financeira-01.pdf>
- REY, H. (2015), Dilemma not Trilemma: The global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, NBER Working Paper No. 21162 Issued in May 2015.
- ROCCA, C.A. (2016), Desafios da retomada do investimento privado: A necessidade de uma nova estratégia de crescimento. Apresentação feita no IBRE-FGV em outubro de 2016, Rio de Janeiro.
- SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA. (2016). Relatório sobre distribuição de renda e da riqueza da população brasileira, maio. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/transparencia-fiscal/distribuicao-renda-e-riqueza/relatorio-distribuicao-da-renda-2016-05-09.pdf>, acesso em 20 de janeiro de 2017/.
- SICSÚ, J. (2006). Rumos da Liberalização Financeira Brasileira, *Brazilian Journal of Political Economy* (Revista de Economia Política), vol. 26, no. 3, pp: 364-380.
- SINGH, A. (1995), Corporate financial patterns in industrializing economies. Washington: Word Bank, Apr.
- SOUZA, P. E. MEDEIROS, M. (2015). Top Income Shares and Inequality in Brazil, 1928-2012, *Journal of the Brazilian Sociological Society* (Revista da Sociedade Brasileira de Sociologia), disponível em <file:///C:/Users/cfeij/Downloads/2-98-1-PB.pdf>, acesso em 20 de janeiro de 2017.
- STIGLITZ, J.E. e OCAMPO, J.A. (ed.) (2008), *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University Press, New York, 2008.
- STOCKHAMMER, E. (2005-2006), Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle. *Journal of Post Keynesian Economics*, n.28, 2005-2006.
- _____ (2004), Financialization and the Slowdown of Accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5): 719–741.