

FINANCEIRIZAÇÃO, EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS E O CICLO ECONÔMICO RECENTE DA ECONOMIA BRASILEIRA

MARIANA FINELLO CORRÊA

Doutoranda – PPGE-UFF

finello.mari@gmail.com

PEDRO DE MEDEIROS LEMOS

Mestrando – PPGE-UFF

pedropedroml@hotmail.com

CARMEM FEIJÓ

Professora – Universidade Federal Fluminense (UFF)

cbfeijo@gmail.com

XX ENCONTRO DE ECONOMIA DA REGIÃO SUL ÁREA 2: DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

RESUMO

Este artigo analisa as mudanças nas estratégias patrimoniais das empresas não-financeiras ao longo dos anos 2000 com base na literatura sobre financeirização e ciclo financeiro de Minsky. A análise empírica mostra que a repercussão interna da crise financeira internacional de 2008 resultou em um aumento na fragilidade financeira das empresas não financeiras, o que explica em grande parte o quadro recessivo atual. A contribuição do artigo é mostrar a adequação da hipótese da fragilidade financeira de Minsky para explicar a reversão do ciclo expansivo de investimento observado em meado dos anos 2000 e como avança o processo de financeirização na economia brasileira.

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

JEL: E12; E44; G01.

ABSTRACT

This paper analyzes the changes in the equity strategies of non-financial corporations over the years 2000 based on the literature on financialization and the Minsky's financial fragility hypothesis. The empirical analysis shows that the internal repercussions of the 2008 international financial crisis have resulted in an increase in the financial fragility of non-financial corporations, which largely explains the current recession. The contribution of the paper is to show the appropriateness of Minsky's financial fragility hypothesis to explain the reversal of the expansionary investment cycle observed in the mid-2000s and the process of financialization in the Brazilian economy.

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

JEL: E12; E44; G01.

FINANCEIRIZAÇÃO, EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS E O CICLO ECONÔMICO RECENTE DA ECONOMIA BRASILEIRA

1. INTRODUÇÃO

O processo de financeirização das economias modernas tem sido descrito na literatura econômica por diferentes correntes do pensamento heterodoxo - pós-keynesiano, marxista, institucionalista e regulacionista.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. A caracterização de Epstein apresenta a vantagem de ser genérica o suficiente para descrever distintas realidades e *backgrounds* históricos, econômicos e sociais. Porém, conforme apresentado por Bonizzi (2013), a análise do fenômeno da financeirização para as economias em desenvolvimento apresenta especificidades. Nessas economias o fenômeno da financeirização é, em geral, associado à liberalização e à desregulamentação financeira, de maneira que ela é considerada *externally driven* (KARWOWSKI E STOCKHAMMER, 2017;63). Ou seja, a financeirização nas economias em desenvolvimento tem como fator determinante a sua integração subordinada ao mercado financeiro global.²

Karwowski e Stockhammer (2017; 61) identificam seis interpretações do fenômeno da financeirização para as economias em desenvolvimento, dentre as quais destacamos a liberalização da conta capital e financeira, a integração dessas economias com o mercado financeiro global,³ e a elevação do nível de endividamento das empresas não financeiras. Os autores também destacam que a última interpretação pode dar margem para a ocorrência de outro sintoma do fenômeno da financeirização: a queda dos gastos de investimento por parte das empresas não financeiras, que tende a deprimir a taxa de crescimento do produto a longo prazo.

Desde a abertura econômica, processo iniciado na segunda metade da década de 1980, a economia brasileira apresentou um cenário macroeconômico favorável contínuo apenas no período 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 e a partir de 2015 a incerteza decorrente da crise política. Desde 2015, a economia brasileira se retrai, acumulando um decréscimo de 7,2% em 2015 e 2016.

A contribuição deste trabalho é na direção de explicar porque a economia brasileira apresenta desde 2015 uma retração tão acentuada. Isto é feito através da ligação entre o lado real (em particular das empresas não financeiras) e o financeiro através da conexão da literatura sobre financeirização e o aparato teórico desenvolvido por Minsky (1986). A hipótese deste artigo 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 e afetando as estratégias patrimoniais de bancos

¹ Outros termos são utilizados como sinônimos de financeirização 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 Powell (2013: 3) define a subordinação como: “*Subordinate financialisation involves the subjugation of domestic monetary policies to the imperatives of international capital; the turn of domestic corporations to global markets requiring engagement in derivatives, the assumption of market risk and the surrender of profits to foreign investors; and debt financed consumption by an elite who seek to hold their wealth in world money.*”

³ 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.

e empresas não financeiras. Como seria esperado, estas estratégias se tornaram mais defensivas,⁴ dado o cenário de baixo crescimento e elevada incerteza sobre as possibilidades de retomada do ritmo de crescimento econômico. Por outro lado, o aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira desde a abertura econômica abriu novas possibilidades de acumulação de riqueza, contribuindo para alterar o comportamento de bancos e empresas. Concluímos que a presente crise da economia brasileira se configura como uma crise de caráter minskyiano, 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 está subdividida em quatro subseções que discorreram sobre: o autofinanciamento das empresas não-financeiras (a), o endividamento externo (b), o endividamento e a evolução do crédito (c), a financeirização das mesmas (d). A última seção apresenta a conclusão do trabalho.

2. FINANCEIRIZAÇÃO E O CICLO ECONÔMICO DE MINSKY.

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 empresas e a 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, se válida, 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.

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 empresário do setor não

⁴ Isto é, uma estratégia caracterizada por uma preferência pela liquidez mais elevada.

financeiro investia seus recursos⁵ 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.⁶

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 empresas financeiras para expandir financiamentos a fim de atender a demanda por aquisição de bens de capital ou para reverter o peso acumulado de dívidas.⁷ 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

⁵ 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)

⁶ Além disso, num contexto de integração financeira dos mercados de capitais internacionais e taxas de câmbio flexíveis, as oportunidades de especulação são intensificadas.

⁷ O aumento da importância dos meios externos de financiamento também está ligado ao processo de financeirização através das alterações na governança corporativa das empresas 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 à 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 empresas é crescente em um ambiente financeirizado, de maneira que as decisões de longo prazo acabam dependendo principalmente das condições das instituições financeiras.

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 mostra os impactos que as dívidas exercem sobre o comportamento das empresas e consequentemente sobre toda a economia. 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. E, consequentemente, o excesso de endividamento das empresas afeta negativamente os seus gastos com investimento.

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 Minsky (1992) chamou de “*debt-deflation feeds upon debt-deflation*”.⁸

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 refinarçar 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 incita 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 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.

⁸ 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*.

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 empresa, ao analisar as posturas financeiras possíveis para as empresas e sua conexão com o ciclo econômico.

3. O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA: ESPECIFICIDADES

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 é o da “hiperinflação” que engloba os anos entre 1970 e 1993, período caracterizado pelo recrudescimento do processo inflacionário onde a prática de correção de contratos com mecanismos de indexação formais e informais possibilitavam à 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, os ganhos inflacionários perderam espaço. Porém, o regime macroeconômico restrito implementado pós-estabilização, caracterizado principalmente pelas altas taxas de juros em relação ao restante das economias do globo, permitiu que a acumulação rentista-financeira se centrasse nos ganhos com as taxas de juros.

A economia brasileira passou por uma série de reformas estruturais a partir do final da década de 1980, que foram aprofundadas na década seguinte como parte do processo de adesão ao projeto econômico neoliberal corporificado no Consenso de Washington (1988). Essas reformas englobaram diferentes frentes, mas, tiveram como carro-chefe a abertura da conta capital e financeira (BRUNO *ET AL*, 2011; CARNEIRO, 2002).

A liberalização das contas de capital e financeira implicou manter níveis de taxas de juros básica elevados para atrair capitais. Como a maior atração é por capitais de curto-prazo, seu impacto é o de aumentar a volatilidade do câmbio, manter a taxa apreciada tornando a economia mais vulnerável a choques externos. Os altos níveis de taxa de juros também aumentam a rentabilidade dos ativos financeiros, especialmente dos títulos da dívida pública federal pós-fixados que são indexados às taxas de juros de curto-prazo (BRUNO *ET AL*, 2011).

De Paula (2017, 4) assinala que o circuito de *overnight* que agrega aplicações de alta liquidez continuou existindo no período pós-plano Real. 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.

A liberalização financeira gerou outros efeitos colaterais na economia brasileira. Por exemplo: a perda da autonomia da política econômica e a redução do espaço de política fiscal para promover o investimento na infraestrutura econômica e social. Kregel (2000) descreve esse processo de perda de autonomia como um círculo vicioso particular para a economia brasileira, dado os níveis historicamente elevados das taxas de juros domésticas. Quando ocorre a liberalização financeira a tendência é que o diferencial de juros seja mantido positivo com o objetivo de atrair capital. O movimento de capital, por sua vez, segue o ciclo financeiro das economias desenvolvidas. 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. Escassez de liquidez internacional, por outro lado, levam a economia a ajustar a taxa de juros para cima, pressionando o câmbio. Neste contexto, o autor destaca que a única opção que as autoridades econômicas têm para compensar o círculo vicioso de elevação da taxa de juros e de apreciação cambial exige manter os gastos públicos contraídos. A contração de despesas governamentais, combinada com as altas taxas de juros, implica manter a demanda interna em nível baixo, o que gera menor taxa de crescimento e pressão para aumento da dívida pública. A alternativa para o rompimento deste círculo vicioso é através da gestão da política econômica com vistas a desenvolver instrumentos que possibilitem a ampliação do espaço de

política, o que implica mudança na estrutura produtiva para torná-la mais sofisticada tecnologicamente e competitiva internacionalmente.

O aumento do espaço de política ocorreu na economia brasileira, e nas economias em desenvolvimento em geral, no período 2003-2007, como apontam Karwowski e Stockhammer (op.cit). Neste período, o crescimento mundial liderado pela China também veio acompanhado de um aumento expressivo dos fluxos financeiros internacionais, em especial dirigidos as economias em desenvolvimento.⁹ Os autores destacam que a intensificação desses fluxos é uma dimensão internacional da financeirização.

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, como também inaugurou uma nova fase desse fenômeno.

4 A ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 2000: CRESCIMENTO LIDERADO PELA FORMAÇÃO DE CAPITAL

Avaliando o desempenho da economia brasileira em fases, podemos distinguir pelo menos duas. A primeira, de 1996-2003 é marcada pelas crises cambiais, mudança de regime de câmbio e reformas estruturais internas e baixo dinamismo.¹⁰ 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% ao ano. (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	0.2	7.6	0.7
2004-15	3.1	3.9	2.3	4.4	4.2	8.3

Fonte: Contas Nacionais Trimestrais (IBGE)| Elaboração própria

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 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 recuperação na taxa média de crescimento do PIB,¹¹ a formação bruta de capital fixo (FBCF) cresceu em média 4,4% ao ano, taxa superior a dos componentes de

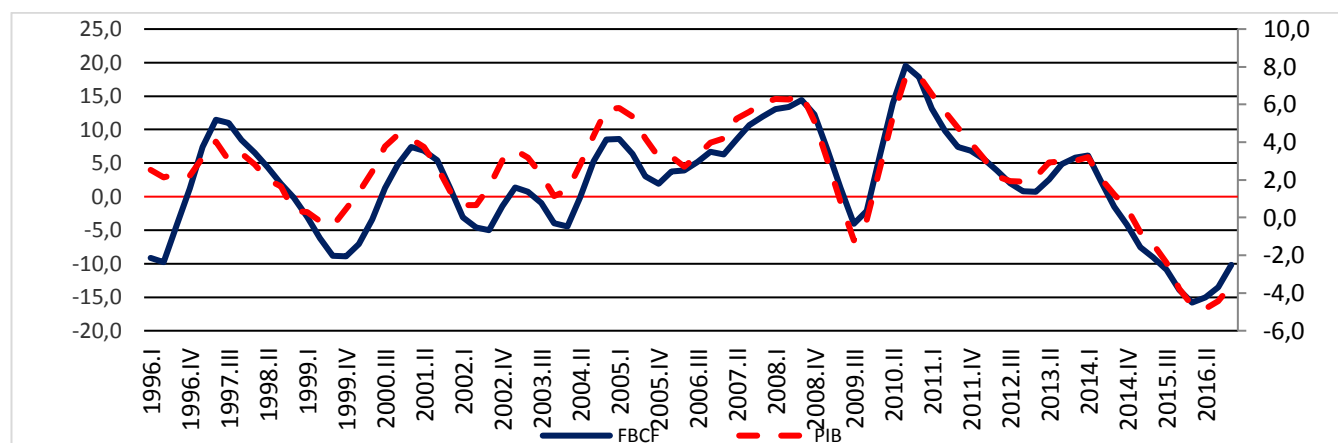
⁹ Segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), as economias em desenvolvimento cresceram 7,7% aa em média no período 2003-2007, enquanto as economias avançadas cresceram em média 2,8% aa no mesmo período.

¹⁰ 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 da conta CC-5 e 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)

¹¹ A aceleração da taxa de crescimento foi induzida pela elevação dos preços das *commodities* e pelas exportações líquidas. Neste cenário, tem-se a elevação do consumo e dos investimentos. Este último fora beneficiado tanto pelo *boom* de exportações quanto pela elevação do consumo causado por uma melhora na distribuição de renda, sem contar a elevação da oferta de crédito ao consumidor. Destaca-se ainda que no período compreendido entre 2003 e 2010 a taxa de investimento não foi maior devido ao

consumo (famílias e governo).¹² O gráfico 1 mostra a evolução das taxas de crescimento do PIB e da FBCF no período 1996-2016. A partir do segundo semestre de 2006 existe uma quase sobreposição das duas séries, indicando que o crescimento do PIB segue a evolução da FBCF.

Gráfico 1 - Taxa acumulada em quatro trimestres - em relação ao mesmo período do ano anterior (%)-1996-2016



Fonte: Contas Trimestrais (IBGE) | Elaboração própria.

É interessante notar que a evolução da FBCF segue a queda no PIB em 2009, ano em que a contração da demanda mundial e o colapso dos preços das *commodities* atingem a economia brasileira que se retraiu em 0,1%.¹³ A queda nas taxas de crescimento da FBCF ocorrem no segundo semestre de 2009. 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%) e as taxas de crescimento da FBCF positivas foram restabelecidas, sendo o pico da série atingido no terceiro trimestre do ano de 2010 (DE ALMEIDA, 2011). A recuperação observada em 2010 foi pontual, pois, mesmo que as taxas de crescimento do PIB e da FBCB fossem mantidas positivas respectivamente até os anos de 2014 e 2013, a tendência era de desaceleração desde 2011.

Vale ressaltar que o governo não assistiu inerte a derrocada da taxa de investimento. A fim de tentar estimular a retomada do investimento por parte do setor privado, políticas que visavam a redução dos custos e consequentemente elevação da margem de lucro foram implementadas. Pode-se destacar, conforme Serrano e Summa (2015), a redução da taxa de juros nominal cobrado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (estimular novos empréstimos para investimento), desvalorização da moeda (elevar a competitividade e a margem de lucro dos exportadores), desoneração da folha de pagamentos de alguns setores e dos impostos que incidem sobre a importação de bens de capital. Por conta dessas intervenções foi possível observar uma sobrevida da taxa de investimentos até 2014,

“vazamento de parte da demanda de máquinas e equipamentos e insumos intermediários para o exterior, em razão da especialização regressiva” sofrida pela indústria nacional. (CARNEIRO, 2017 p. 3)

¹² 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.

¹³ SERRANO e SUMMA (2015) trabalharam com o comportamento do investimento desagregando os seus componentes. Estes chegaram à conclusão de que a queda mais acentuada se deu no componente “máquinas e equipamentos que cresceu a uma taxa média de 12,3% no período 2004-10 e 0,7% entre 2011 e 2014.” Os autores ainda argumentam que este componente é impulsionado quando os empresários entendem que haverá um crescimento da demanda efetiva. Sendo assim quando a expectativa é positiva, a tendência é que o investimento em máquina e equipamentos seja acentuado a fim de manter os estoques elevados. Por vezes o crescimento deste tipo de investimento tende a ser maior do que o crescimento da própria demanda efetiva. Contudo, quando o ciclo de expectativa se reverte, a tendência é que o investimento desacelere mais rápido do que a própria demanda.

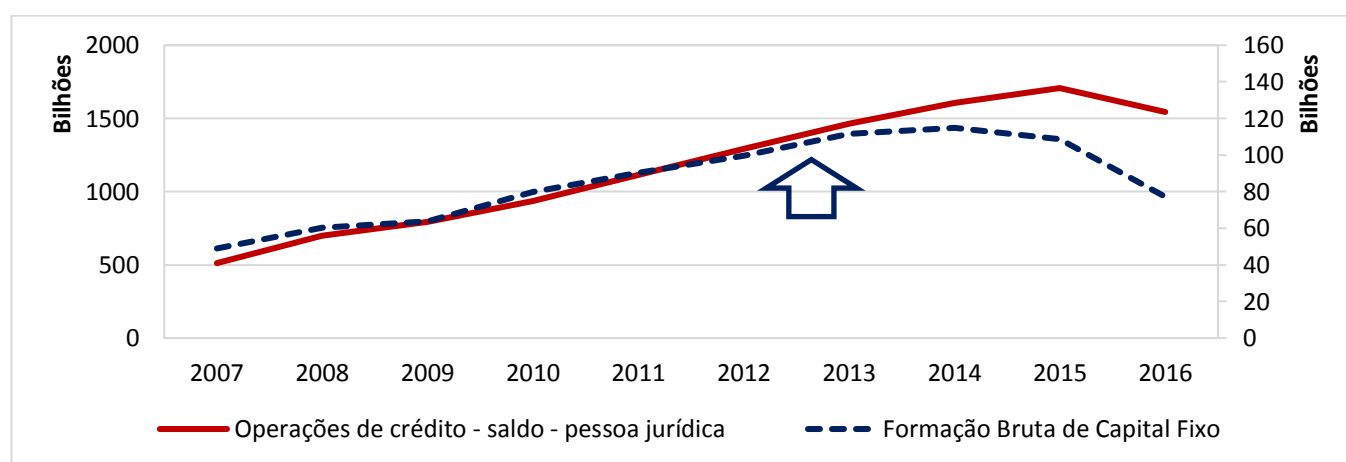
contudo, a redução do consumo interno colocou um fim ao suspiro da FBCF que chegou ao menor patamar recente em meados de 2015-2016.

Em suma, a crise financeira internacional vem a interromper um breve ciclo expansivo da economia brasileira, e tende a tornar mais estreito seu espaço de política. O ‘círculo vicioso particular’ da economia brasileira, conforme descrito por Kregel (op. cit), a torna mais vulnerável a choques externos, e aprofunda seu processo de financeirização ao elevar os níveis de endividamento tanto público como privado. O cenário externo após a crise financeira internacional é caracterizado pela alteração da política de crescimento chinesa,¹⁴ a qual busca reorganizar o padrão de crescimento voltando-se para o consumo interno e, conforme aponta Carneiro (2017), pela mudança na política monetária norte-americana, que passa de expansionista para contracionista em meados de 2013.

Analisando mais detalhadamente a desaceleração da taxa de investimento, estudo divulgado pela CEMEC (2015) mostra que ela ocorreu principalmente nas empresas não financeiras. O que explica esse movimento é o fato da taxa de retorno sobre o capital investido não ser suficiente para cobrir os custos da dívida que fora assumida para financiar os investimentos. Em relação ao setor industrial ainda é possível observar uma redução das margens de lucro, que de acordo com estudos realizados pelo CEMEC, é resultado da dificuldade de repasse da elevação dos custos para o preço final.

Comparando a evolução da série da FBCF com a evolução do crédito às pessoas jurídicas (saldo das operações de crédito para pessoa jurídica considerando recursos livres mais recursos direcionados) 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 2 mostra que os investimentos foram estimulados pela expansão do crédito até meados de 2013.¹⁵ 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 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 2 - Formação bruta de capital fixo e Operações de crédito ao setor privado 2007-2016.



Fonte: IPEADData 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 2. O gráfico 2 busca identificar o momento crítico de mudança quando um número crescente de

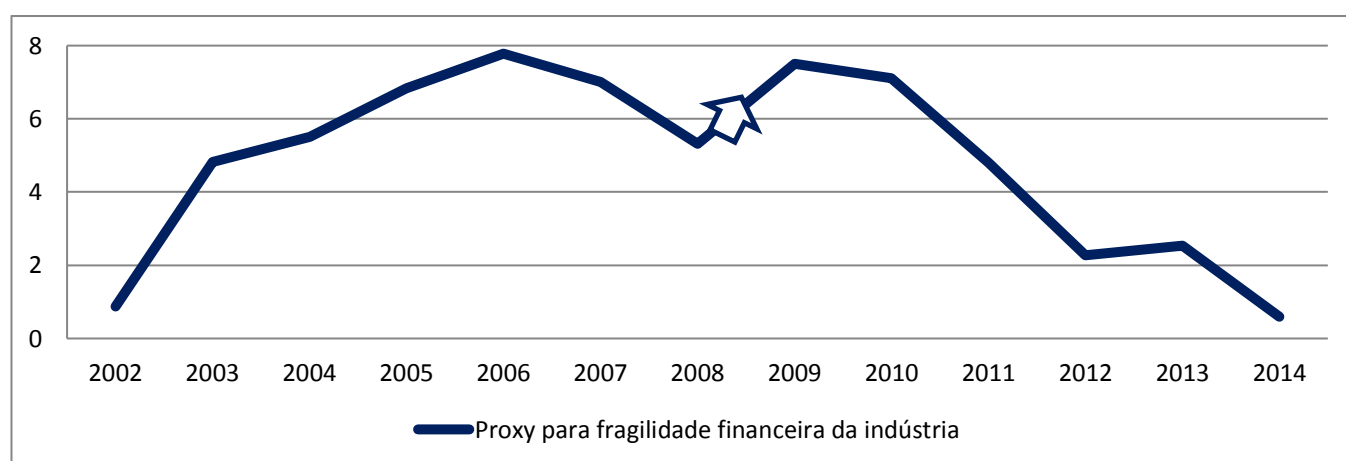
¹⁴ Vale observar também que a queda dos preços das *commodities* atingiu a dinâmica de crescimento da economia brasileira. O pico das exportações brasileiras para a China ocorreu em 2013 com o valor aproximado de 46 bilhões de dólares. Outra informação relevante para o Brasil foi o pico de investimento chinês no Brasil que sai de 13,9 bilhões de dólares em 2010 para 0,27 bilhões de dólares em 2015.

¹⁵ Melo e Rodrigues Júnior (1998), Ribeiro e Teixeira (2001) citados em Luporini e Alves (2010) conseguem demonstrar economicamente que a disponibilidade de crédito possui uma influência positiva no nível dos investimentos privados, sendo o crédito uma variável bastante relevante.

empresas veem quebradas suas expectativas de receita e se veem obrigadas a refinar suas dívidas em condições piores e mais arriscadas. Ademais, o problema tende a piorar uma vez que a taxa básica de juros (Selic) inicia uma nova trajetória de elevação, chegando a 14,25% ao ano em 2016, após alcançar a menor taxa nominal dos últimos anos, 7,25% ao ano em 2012.

De Almeida *et al* (2016) apresentam uma análise para fragilidade financeira baseado em índice proposto por Dreirsem.¹⁶ O estudo conclui que, embora nenhum setor esteja, plenamente, em posição *Ponzi*, é possível dizer que houve um processo de fragilização financeira após a crise financeira internacional. Destaca-se o setor industrial como o que mais elevou o número de empresas em posição *Ponzi*. O estudo mostra ainda que a piora da situação financeira das empresas analisadas inicia-se em 2012 e se agrava em 2013. No gráfico 3 construímos um indicador *proxy* de fragilidade financeira para a indústria,¹⁷ e corroboramos em grande medida a análise realizada por De Almeida (op. cit). Segundo o indicador *proxy* para fragilidade financeira, quanto menor o indicador maior o grau de fragilidade. No gráfico 3, a partir de 2010 o setor industrial encontra-se em uma posição de crescente fragilidade.

Gráfico 3 – Indicador *proxy* da fragilidade financeira da indústria de transformação e extrativa- 2002-2014.



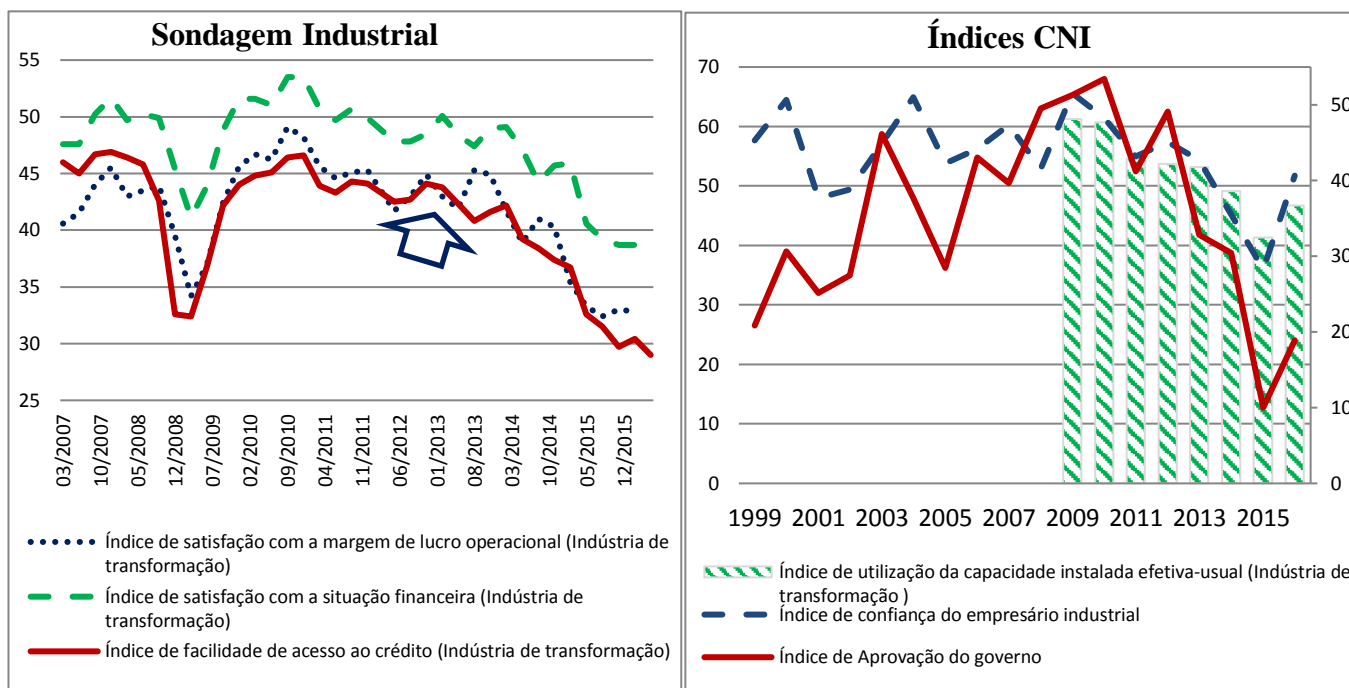
Fonte: Pesquisa Industrial Anual - PIA (IBGE) | Elaboração própria.

O gráfico 4, 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 2, indicando a desaceleração do investimento a partir de 2012/3 coincide 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 4. 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.

¹⁶ O estudo considerou um total de 256 empresas não financeira de capital aberto. O índice é calculado pela razão entre os fluxos financeiros líquidos e as receitas operacionais das empresas, ponderadas pelos estoques de ativos e passivos. Para maiores explicações sobre o cálculo do referido índice, ver De Almeida et al (2016).

¹⁷ A *Proxy* para medir a fragilidade financeira do setor industrial foi calculada a partir da seguinte fórmula: $\frac{\gamma}{(\varphi+\omega)}$. Onde o γ é o lucro total da indústria de transformação e extrativa ($\gamma = (A+B) - (C+D)$, onde $A+B$ é o somatório das receitas e $C+D$ é o somatório das despesas), 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. (Todos os dados foram fornecidos pela Pesquisa Industrial Anual - PIA). Desta forma, quanto menor for a *proxy* maior a fragilidade financeira do setor.

Gráfico 4 – 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 a economia brasileira está passando pela fase descendente de um “ciclo minskyano”. Tem-se claramente um momento de *boom* dos investimentos a partir de 2006, aumento do endividamento das empresas (o endividamento é pautado pela aversão ao risco dos empresários e, 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 2, 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 BNDES no financiamento de longo prazo e o crescente acesso aos mercados financeiros internacionais.

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) constatam que desde a década de 1990 as empresas brasileiras têm aumentado o seu nível de endividamento geral e de longo prazo, aproximando o padrão da estrutura de financiamento das empresas brasileiras de um padrão com base no crédito, principalmente, para as grandes empresas.

Dados das Contas Nacionais mostram que 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 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.

Tabela 2- Autofinanciamento das empresas não financeiras¹ (%): 2000-2014

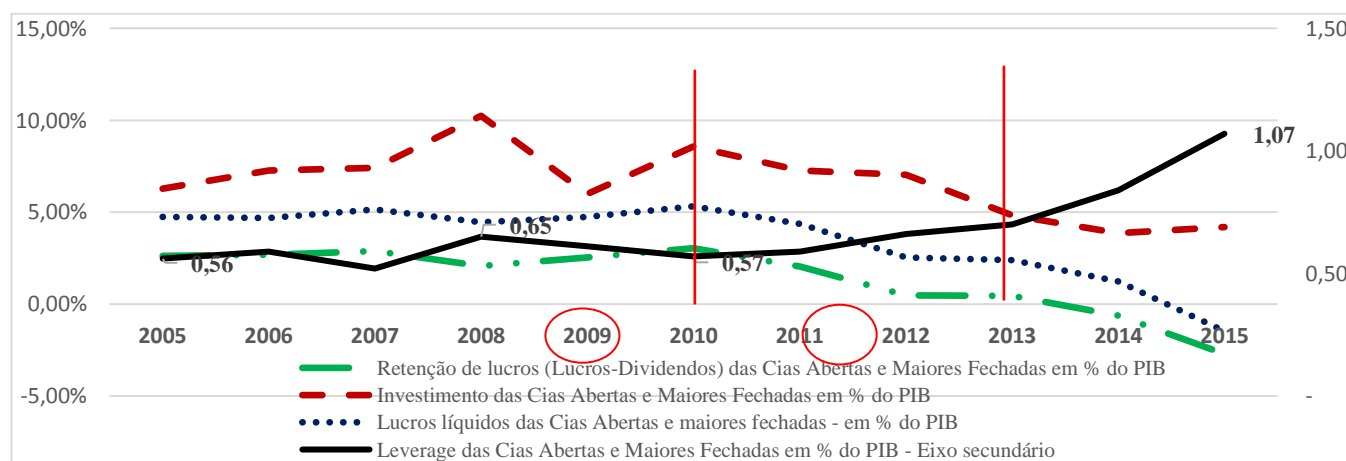
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
105,3	98,7	89,7	120,9	126,1	112,4	115,7	100,5
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
96,6	99,1	76,7	78,4	77,2	86,3	97,8	

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 empresas. 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 5). O lucro líquido, a retenção de lucros e os investimentos passam a ter uma trajetória descendente¹⁸ 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.

Gráfico 5 - Cias Abertas com Petrobras e Maiores Cias Fechadas: 2005-2015



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

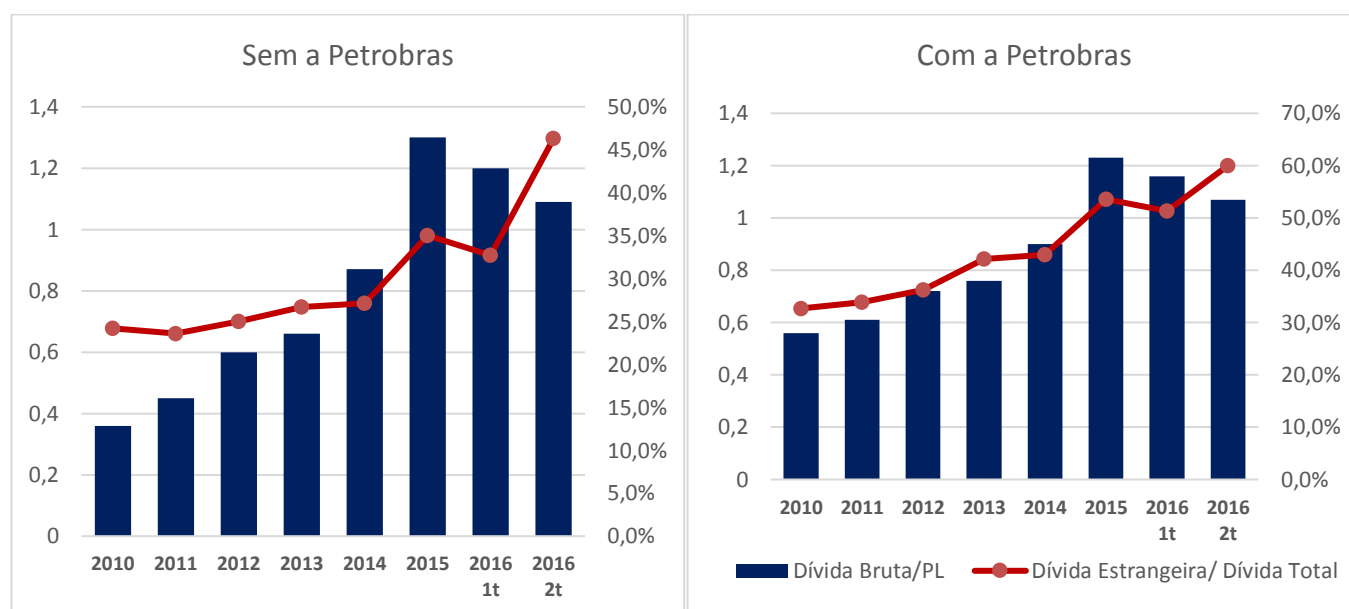
¹⁸A variável investimentos como porcentagem no PIB reverte a tendência de queda em 2015, porém os dados relativos a formação bruta de capital fixo no mesmo ano mostram uma queda de mais de 18%. Além, dados preliminares das contas trimestrais mostram uma queda maior da formação bruta de capital fixo nos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

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 empresas não financeiras. Essa alteração é caracterizada pelo aumento da importância da dívida em moeda estrangeira. Segundo dados do 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 nas 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 6). 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 6 - Composição da dívida das Cias Abertas não financeiras 2010-2016



Fonte: Cemece (2016) | Elaboração própria.

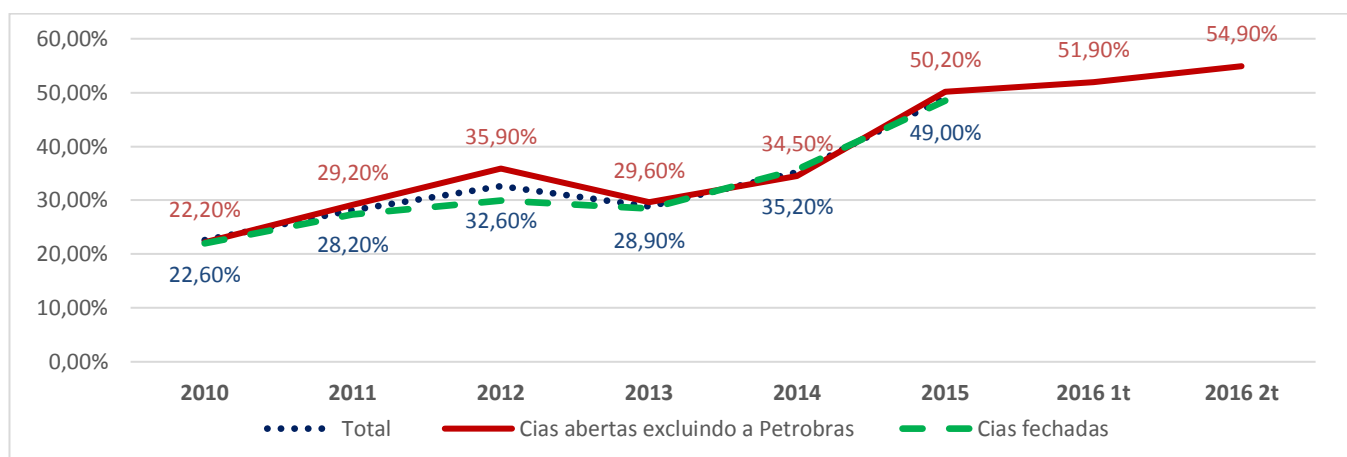
Ao mesmo tempo, a evolução dos desembolsos do BNDES também mostra uma mudança de tendência ao longo do período 2000-2014. Entre 2000 e 2013, os desembolsos totais do BNDES em termos nominais apresentaram tendência crescente, retirando o ano de 2011. A partir de 2014 a tendência se torna negativa e se 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 brasileiras¹⁹ 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 empresas 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 de empresas que não é capaz de gerar caixa suficiente para cobrir as suas despesas financeiras. Segundo os dados observados, o total de empresas (companhias abertas e maiores companhias fechadas) nessa situação passou de 22,6% em 2010 para 49,0% em 2015 (gráfico 7).

¹⁹Informações auferidas via entrevistas com representantes de 24 grandes empresas. Para maiores detalhes ver Almeida *et al*. (2013;41-42).

Gráfico 7 - Porcentagem das empresas brasileiras com postura considerada Ponzi¹ 2010-2016.2

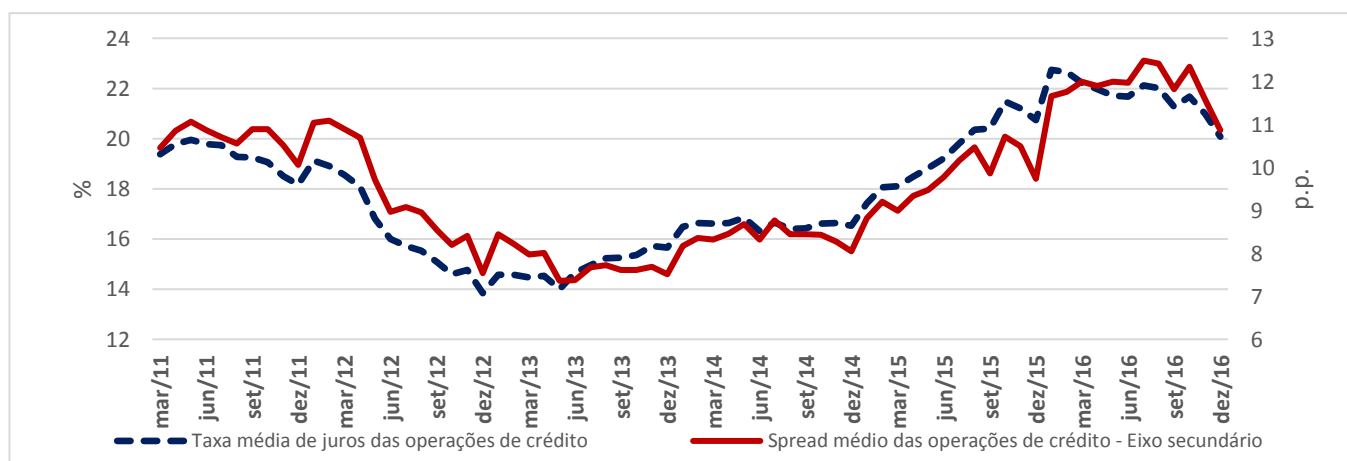


O número de empresas que apresenta o indicador EBTIDA/Despesa Financeira >1.

Fonte: Cemec (2016) | Elaboração própria.

Como salientado anteriormente, quando uma economia possui um alto número de empresas com uma postura especulativa e/ou *Ponzi*, está sujeita à mais instabilidade financeira e é mais suscetível ao risco sistêmico e de contágio. Considerando a evolução da taxa de juros e do *spread* bancário (gráfico 8), a economia brasileira a partir de 2014 entra em uma fase de maior fragilidade com a tendência de aumento de ambas as taxas.

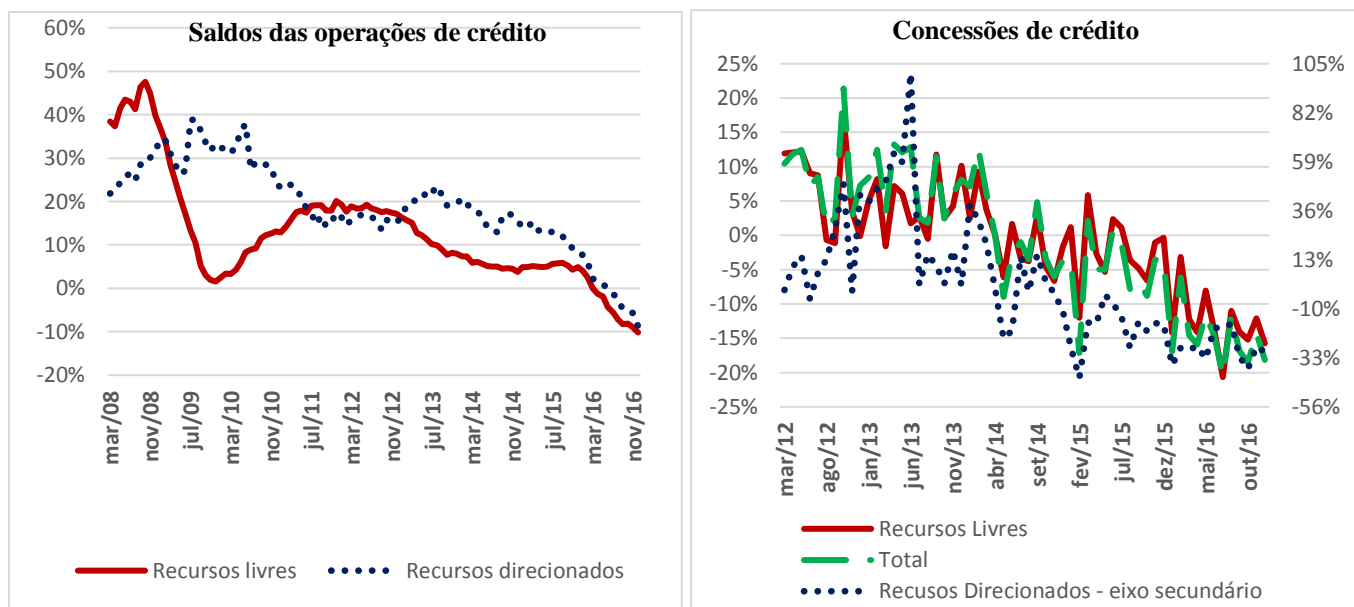
Gráfico 8 – Taxa de juros média (em %) e spread médio (em p.p.): 2011-2016



Fonte: BCB | Elaboração própria

Não só o custo do crédito aumenta, mas também a oferta fica mais racionada a partir de 2013. O gráfico 9 mostra como as operações de crédito apresentam trajetória decrescente. No gráfico a esquerda, 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. No gráfico da direita, as concessões de crédito apresentam uma tendência de decréscimo desde o ano de 2014, essa tendência se aprofunda no terceiro trimestre de 2015.

Gráfico 9 – Evolução das operações de crédito para pessoa jurídica – variação em 12 meses (%)



Fonte: BCB | Elaboração própria

Por fim, complementamos a avaliação da evolução do endividamento das empresas não financeiras com mais uma evidência do estudo do CEMEC (op. cit: 15), que mostra que há uma redução da geração de caixa das empresas não financeiras em relação à receita operacional líquida (ROL) (calculada via a razão do EBITDA e a ROL). Esta razão passou de 20% da ROL em 2010, para 10% em 2015²⁰. Segundo o estudo, esse resultado foi influenciado pelo aprofundamento da recessão econômica, que impactou negativamente as vendas²¹, pela desvalorização cambial que impactou nos custos das empresas, pelo recrudescimento do processo inflacionário e pelo aumento das taxas de juros.

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,²² observa-se também uma redistribuição dentro do próprio rendimento do capital.²³ Ou seja, a financeirização ocasionaria 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). 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

²⁰ Dados para as empresas abertas excluindo a Petrobras e para as maiores fechadas, Para maiores detalhes ver CEMEC (op.cit.; 6-7)

²¹ 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).

²² 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).

²³ 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.

do lucro operacional. Ou seja, as empresas iriam compensar parte da retração das suas atividades tradicionais com o aumento da atividade financeira.

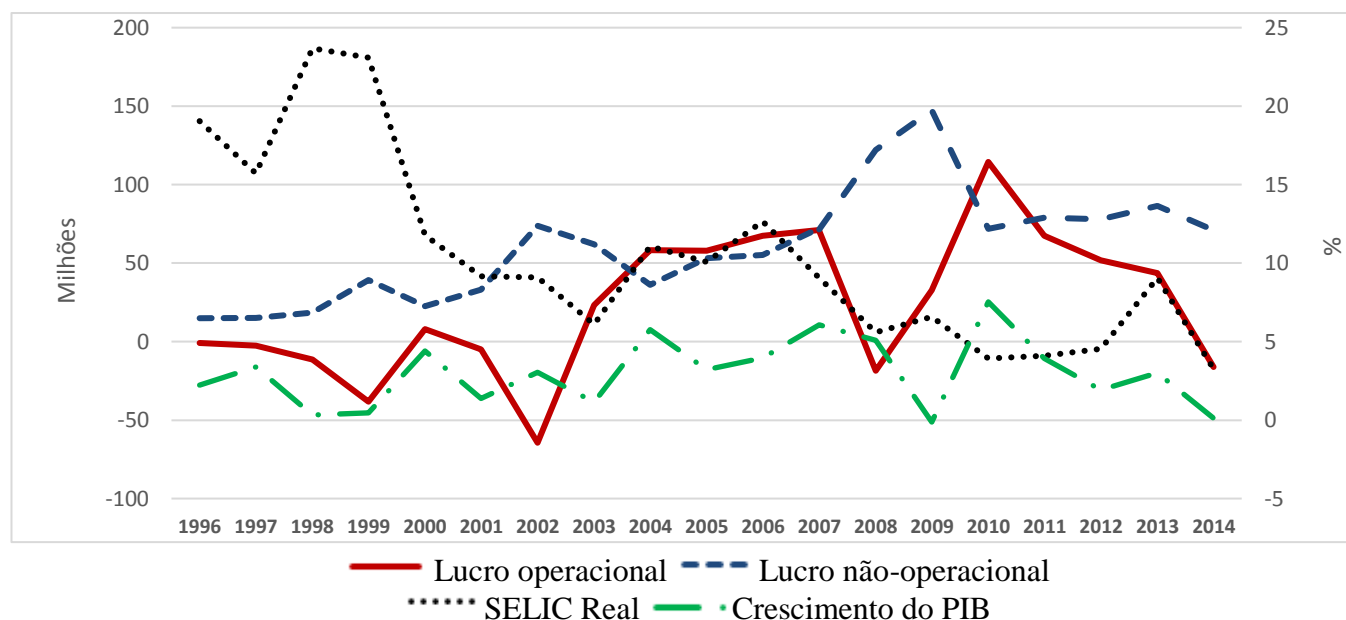
Considerando o peso das empresas financeiras na economia brasileira, observa-se uma pequena elevação da parcela de renda disponível bruta do setor financeiro no total da economia de 2,0% em 2000 para 2,3% em 2014. Vale observar ainda que o ligeiro aumento do peso do setor financeiro na estrutura produtiva da economia ocorre em um contexto de recuo acentuado 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%. 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).

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 10).

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.

Gráfico 10 - 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

Como foi discutido neste trabalho, a crise financeira internacional de 2008 contribuiu para uma alteração na estratégia patrimonial das empresas não financeiras. No ciclo de expansão anterior à crise

financeira internacional (2003-2008), as empresas brasileiras foram estimuladas pela expansão do comércio, pelo aumento da liquidez internacional e pela melhora nos termos de troca a aumentarem seus investimentos produtivos. Esse aumento foi baseado em uma alteração no perfil do financiamento do investimento das empresas, de maneira que a participação dos meios de financiamento externo a elas foi ampliada. Como consequência desse processo, o nível de endividamento dessas empresas aumentou substancialmente nesse período.

Por outro lado, desde a implementação das reformas liberalizantes iniciadas no fim da década de 1980, ocorreu um aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira. No plano da empresa não financeira, esse aprofundamento ocorreu principalmente via o aumento do nível do endividamento, a maior dependência de meios externos de financiamento para o investimento e o aumento do lucro não operacional frente ao operacional – este último observado via dados da PIA, principalmente, na indústria de transformação.

Desde o ano de 2010, a retenção de lucros e o lucro líquido das empresas são declinantes, enquanto o nível de endividamento e de alavancagem das mesmas são crescentes. Por outro lado, a composição da dívida dessas empresas também mudou: 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 de crédito) que contribui para o aprofundamento do ciclo de endividamento das empresas 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 essa parcela das empresas possui postura de financiamento *Ponzi*. Seguindo a hipótese da instabilidade financeira (HIF) desenvolvida por Minsky (1986), uma economia que possui um número alto de empresas com uma postura especulativa e/ou *Ponzi*, está sujeita à mais instabilidade financeira e mais suscetível ao risco sistêmico e de contágio.

Dentro do contexto apresentado neste artigo, a economia brasileira estaria enquadrada em uma fase descendente do ciclo Minskyano. A saída desse ciclo depende da 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.

Analisando o período atual da economia brasileira, a dificuldade na recuperação do dinamismo econômico nos últimos anos seis²⁴ perpassa a dificuldade na recuperação do crescimento da formação bruta de capital que foi o principal eixo do crescimento observado no período de expansão 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. Nem o contexto macroeconômico de recessão e de elevada taxa real de juros e nem atual configuração financeira das empresas – fase descendente do ciclo Minskyano – não contribuem para a consecução da estratégia proposta para saída da recessão.

BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, M. (2000). Shareholder value and corporate governance: some tricky questions, *Economy and Society*, 29, 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), 315-335, abril-junho.

DE ALMEIDA, J.S.G.; NOVAIS, L.F.; ROCHA, M.A. (2016) A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 281, set. 2016.

²⁴ A desaceleração do crescimento da formação bruta de capital fixo (FBCF) se inicia no quarto trimestre do ano de 2010, salvo o período entre o terceiro trimestre de 2013 e o primeiro trimestre de 2014 no qual houve uma pequena aceleração no crescimento da FBCF (ver gráfico 1).

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. Acesso em 22 de janeiro de 2017, disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=18132

BIANCARELLI, A M. (2010). A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes, *Estudos Econômicos*, vol. 40, nº. 4, 917-942, outubro-dezembro.

BIELSCHOWSKY, R. e 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, 83–107

BOYER, R. (2000), Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis, *Economy and Society*, vol.29, nº1, 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*. Rio de Janeiro: IBGE.

BRUNO, M.; DIAWARA, H.; ARAUJO, E.; REIS, A.N.; RUBENS, M. (2011). Finance-Led Growth Regime no Brasil. *Revista de Economia Política* (Impresso), vol. 31, nº 5, 730-750.

CARNEIRO, R (2017). Navegando a contravento (Uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do Governo Dilma Rousseff) Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 289, mar. 2017.

_____ (1999), Globalização Financeira e Inserção Periférica. *Economia e Sociedade*, vol.13, 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.

ESPTIN, G. (ed.) (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.

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.

GUTTMANN, R. (2016), *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*, Palgrave Macmillan US, New York, 286 pp.

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).

HEIN, E. (2012), *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and Its Crisis*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 232 pp.

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. vol. 1, 1-24.

IPEA (2013). *Financiamento das Corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*, Cintra, M. A. M. e SILVA FILHO, E. B. (org), Ipea, Brasília.

KARWOWSKI, E. e STOCKHAMMER, E. (2017), Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies, *Economic and Political Studies*, vol. 5, nº1, 60-86.

KREGEL, J. (2000), The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation to Fiscal Fragility, *Economics Working Paper*, nº294, Levy Economics Institute.

KRIPPNER, G. (2011), *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press, Cambridge, 240 pp.

LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, *Economy and Society*, vol. 29, nº1, 13-35.

LOURENÇO, A. L. (2006). O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. *Economia e Sociedade*, vol. 15, 445-474.

LUPORINI, V. e ALVES, J. (2010) Investimento privado: uma análise empírica para o Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, vol. 19, nº. 3, 449-475.

MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

_____ (1992). The Financial Instability Hypothesis. *Working Paper*, nº. 74, Levy Economics Institute.

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*, nº. 84, outubro.

PAINCEIRA, J P (2009). Developing countries in the era of financialisation: from deficit accumulation to reserve accumulation, *Texto para discussão*, 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, Nova York, 233 pp.

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>

POWELL, J. (2013), Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and Its Non-financial Corporations, *Tese de Doutorado*, SOAS, London, 2013, 354 pp.

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.

SERRANO, F.; SUMMA, R. (2015). Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. Center for Economic and Policy Research.

SICSÚ, J (2006). Rumos da Liberalização Financeira Brasileira, *Brazilian Journal of Political Economy* (Revista de Economia Política), vol. 26, nº. 3, 364-380.

SINGH, A. (1995), Corporate financial patterns in industrializing economies: a comparative international study. *International Finance Corporation technical paper*; nº 2, IFC working paper series. Washington, D.C.

STOCKHAMMER, E. (2005-2006), Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle. *Journal of Post Keynesian Economics*, nº.28, 193-215.

_____ (2004), Financialization and the Slowdown of Accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, nº 5, 719–741.