

Artigos

Análise dos efeitos da financeirização sobre a fragilidade das Empresas Não Financeiras no Brasil (2010-2020)

Analysis of the effects of financialization on the fragility of Non-Financial Companies in Brazil (2010-2020)

Marilia de Souza Castro¹ 

¹ UNIVERSIDADE FEDERAL DE RORAIMA (UFRR) , Departamento de Economia (CADECON), Boa Vista, Roraima, Brasil

RESUMO

O presente artigo examina os efeitos da financeirização sobre a fragilidade das empresas não financeiras (ENFs) no contexto da economia brasileira, especialmente após o ciclo expansivo de 2003 a 2008. Durante esse período, a economia brasileira experimentou um crescimento significativo, impulsionado por fatores externos, como a elevada liquidez internacional, e internos, como a valorização do salário real e a expansão do crédito ao consumidor. Esses elementos estimularam o comércio doméstico e favoreceram os investimentos empresariais, resultando em uma alteração no padrão de financiamento, com uma crescente dependência do capital externo. Entretanto, a crise financeira internacional de 2008 trouxe à tona a fragilidade financeira das ENFs, exacerbando o endividamento acumulado. A análise revela que, desde 2010, o nível de endividamento das ENFs tem mostrado uma tendência crescente, com uma parcela significativa das empresas incapaz de honrar seus compromissos financeiros. Essa situação é corroborada pela Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky, que sugere que a fragilidade é uma característica inerente ao funcionamento do sistema financeiro, manifestando-se na predominância de posturas especulativas e *Ponzi* entre as empresas.

Palavras-chave: Financeirização; Fragilidade financeira; Empresas não financeiras; Economia Brasileira

ABSTRACT

This article examines the effects of financialization on the fragility of non-financial corporations (NFCs) in the context of the Brazilian economy, especially after the expansionary cycle from 2003 to 2008. During this period, the Brazilian economy experienced significant growth, driven by external factors, such as high international liquidity, and internal factors, such as the appreciation of real wages and the expansion of consumer credit. These factors stimulated domestic trade and favored business investment, resulting in a change in the financing pattern, with an increasing dependence on external capital. However, the 2008 international financial crisis brought to light the financial fragility of NFCs, exacerbating their

accumulated debt. The analysis reveals that, since 2010, the level of NFCs' debt has shown an increasing trend, with a significant portion of companies unable to honor their financial commitments. This situation is corroborated by Minsky's Financial Fragility Hypothesis, which suggests that fragility is an inherent characteristic of the functioning of the financial system, manifesting itself in the predominance of speculative and Ponzi positions among companies.

Keywords: Financialization; Financial fragility; Non-financial companies; Brazilian economy

1 INTRODUÇÃO

A literatura econômica recente (Braga, 1998; Boyer, 2000; Epstein, 2005; Stockhammer, 2004) destaca que as análises sobre a formação, características e abrangência da financeirização, enquanto fase do desenvolvimento capitalista, têm ganhado importância na agenda de pesquisa econômica de orientação heterodoxa. Essas discussões oferecem subsídios relevantes para o debate sobre políticas econômicas, indo além dos instrumentos tradicionalmente propostos pelo *mainstream* econômico, e contribuem para a compreensão das diferentes trajetórias de crescimento econômico, influenciadas pelas oscilações financeiras.

Há um esforço teórico crescente, fundamentado em diversas abordagens econômicas, como a Teoria da Regulação e a Escola Pós-Keynesiana, que visa explicar as mudanças nas interações entre os principais agentes econômicos – empresas não financeiras, Estado, instituições financeiras e famílias – caracterizadas por uma maior dependência do mercado financeiro. Esse esforço teórico busca fornecer ferramentas adequadas para o desenvolvimento e a implementação de políticas econômicas, que levem em consideração as novas dinâmicas impostas pela financeirização.

O objetivo central desta investigação é identificar os principais impactos nas variáveis econômicas reais, considerando as mudanças na governança corporativa, com base na teoria de Minsky (1986), que relaciona o investimento à fragilidade financeira das empresas ao longo dos ciclos econômicos. Além disso, este artigo busca analisar o processo de financeirização no Brasil entre 2010 e 2020, utilizando os conceitos teóricos de Minsky (1987) para entender o ciclo recessivo da economia brasileira desde 2015.

O presente trabalho está estruturado em três seções, além desta introdução. Na segunda seção, são discutidos os principais conceitos relacionados ao processo de financeirização, explorando os canais dessa financeirização a partir de uma perspectiva microeconômica, seguida pela apresentação da teoria do investimento na perspectiva de Minsk (1986). A terceira seção examina as implicações da financeirização no contexto brasileiro, com base em evidências empíricas da literatura aplicada ao caso nacional e no desempenho financeiro das empresas não financeiras. Por fim, a última seção apresenta as considerações finais do estudo.

2 MUDANÇA NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

As diversas manifestações da financeirização e a integração assimétrica entre as economias no processo de divisão social do trabalho estimularam correntes do pensamento econômico a investigar sua natureza, principais agentes e elementos constitutivos. Além disso, essas correntes buscaram formular prognósticos de políticas econômicas capazes de mitigar os estrangulamentos gerados pelos ciclos econômicos e pelas instabilidades nos fluxos financeiros em escala global.

Uma parte significativa do esforço teórico reflete a multiplicidade de fenômenos a que o termo financeirização se refere, como a globalização financeira, o desenvolvimento dos mercados financeiros, a financeirização da riqueza, o aumento da renda proveniente de investimentos em ativos financeiros, o capitalismo patrimonial e o capitalismo orientado pelas finanças (Guttmann, 2008). Inicialmente, as contribuições teóricas tratavam a financeirização como uma transformação sistêmica nas economias capitalistas maduras, associada à lógica neoliberal, tendo como principais exemplos o crescimento econômico dos Estados Unidos e do Reino Unido, baseados no modelo de crescimento liderado pelas finanças (*finance-led growth*). Posteriormente, esses estudos se expandiram para incluir economias emergentes (Lavinás; Araújo; Bruno, 2017).

Ao desenvolver o conceito de financeirização, Braga (1998, p. 26) define a dominância financeira como uma "expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo global." Esse entendimento é reforçado por Epstein (2005, p. 08), que descreve o processo de financeirização como o "aumento do papel dos motivos financeiros, dos mercados financeiros, dos atores financeiros e das instituições financeiras nas operações das economias nacionais e internacionais."

No Brasil, autores como Carneiro (1999), Belluzzo (1998) e Braga (1998), que analisam a globalização como ordem internacional, concordam em apontar o alto grau de mobilidade de capital como fator preponderante na configuração dessa nova ordem. Nas palavras de Carneiro (1999, p. 8), "a denominada globalização pode ser caracterizada como uma ordem econômica na qual são progressivamente eliminadas as restrições a essa mobilidade."

Braga (1998, p. 44) argumenta que no processo de financeirização da riqueza, "há um sistema monetário internacional em transformação, gerador de incerteza estrutural e, portanto, de instabilidade." Esse ponto de vista também é corroborado por Chesnais (1999) quando aduz que a liberalização financeira resultou em um tipo de capitalismo caracterizado por maior instabilidade e menor dinamismo em comparação ao sistema prevalecente no pós-guerra. Três fatores principais são frequentemente apontados como motores da financeirização, responsáveis por acelerar as mudanças nas formas de internacionalização: a desregulamentação financeira e trabalhista, as privatizações e o crescimento do papel dos investidores institucionais.

Outro aspecto relevante diz respeito à nova dinâmica cíclica que emerge em um sistema econômico caracterizado pela liberalização financeira. Conforme argumenta Carneiro (1999a, p. 4), "o início da expansão ocorreria como em qualquer processo cíclico, com a ampliação do poder de compra pelo sistema bancário, impulsionado pela expansão do crédito". Nesse contexto, o peso crescente dos ativos financeiros na composição da riqueza das famílias provoca um descolamento entre o nível de gastos

e a renda corrente. Ou seja, o consumo das famílias torna-se menos dependente da renda corrente e passa a ser influenciado pela valorização dos ativos financeiros.

No caso das empresas, as oscilações nos preços dos ativos também influenciam diretamente suas decisões de investimento e gastos, dada a crescente importância dos ativos financeiros em seus balanços patrimoniais. Assim, tanto o comportamento das famílias quanto das empresas passa a ser guiado pela dinâmica dos mercados financeiros, reforçando a interdependência entre as variações de preços dos ativos e o ciclo econômico.

2.1 A financeirização ao nível da firma

Para Guttman (2008, p. 12), "no plano empresarial, a financeirização refere-se sobretudo à dominação da maximização do valor ao acionista entre os objetivos corporativos." A análise do ciclo de ativos revela como o aprofundamento das finanças de mercado altera o comportamento dos agentes econômicos, cuja lógica de investimento adquire um caráter especulativo. Essa lógica impacta diretamente a conjuntura macroeconômica dos países, especialmente o investimento produtivo, que geralmente apresenta longos períodos de maturação.

A decisão de investir em capacidade produtiva é frequentemente substituída por aplicações financeiras que oferecem maior rentabilidade e liquidez no curto prazo. Assim, consolida-se a financeirização orientada para o valor do acionista (*shareholder value*), a partir da disseminação de novas práticas e políticas corporativas que priorizam a maximização dos lucros de curto prazo em detrimento do investimento produtivo (Aglietta, 2000). Conforme observam Pereira e Silva (2010, p. 3), "as repercussões dessa dinâmica podem se propagar pela economia, afetando a renda e sua distribuição." Sem contrapartida em crescimento econômico robusto, os lucros são distribuídos aos acionistas na forma de dividendos, taxas e comissões.

Esse aumento na parcela dos lucros destinados aos acionistas pode atuar como um vetor de redistribuição de renda, ampliando os rendimentos financeiros em

detrimento dos salários. Como bem apontou Crotty (2003), a financeirização voltada para o valor do acionista pode gerar o chamado "paradoxo neoliberal," em que as empresas não financeiras enfrentam, simultaneamente, uma elevada concorrência no mercado de produtos e uma crescente pressão dos acionistas por retornos imediatos, expondo os gestores a pressões internas e externas por resultados de curto prazo.

Além disso, segundo Guttman (2008, p. 14), "os rendimentos financeiros aumentaram continuamente como parcela do total, forçando os industriais a buscarem maiores lucros às custas da estagnação, muitas vezes reduzindo a participação dos salários."

Esse fenômeno impõe duas restrições ao investimento produtivo real: i) O alto fluxo de pagamentos financeiros compromete os recursos disponíveis para financiar o investimento por meio de fundos internos; e ii) A redução do horizonte temporal de gestão da empresa deprime o financiamento de projetos de longo prazo, como os gastos com pesquisa e desenvolvimento, que necessitam de um período prolongado para gerar retorno.

Como será abordado a seguir, o sistema financeiro, segundo a perspectiva de Minsky (1986), desempenha um papel central como "desestabilizador endógeno". Essa visão fundamenta a Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF), que oferece uma interpretação aprofundada do caráter intrínseco de instabilidade no funcionamento econômico e do papel que o financiamento de investimentos e ativos de capital desempenha nesse processo.

2.2 A hipótese da instabilidade financeira e o ciclo financeiro em Minsky

Estudos recentes da literatura pós-keynesiana sobre o crescimento, inspirados por Minsky (1986), consideram que a instabilidade nas trajetórias de crescimento é gerada pela flutuação da taxa de investimento no curto prazo, impactando o potencial de crescimento econômico no longo prazo. Para Minsky (1986), a forma de operação

do sistema financeiro, seja bancário ou não bancário, tende a gerar situações recorrentes de fragilidade financeira, caracterizadas pelo sobre-endividamento.

A formação de expectativas em ambientes de incerteza, mediada pelo grau de confiança, transforma estabilidade em instabilidade. A instabilidade geralmente emerge em períodos de tranquilidade, mas pode evoluir para um boom especulativo à medida que as estruturas passivas, anteriormente desejadas e aceitáveis, são ajustadas em resposta ao sucesso econômico. Isso reflete o fato de que decisões passadas influenciam o presente, e os períodos de prosperidade tendem a reduzir as margens de segurança exigidas, aumentando (ou diminuindo) o investimento.

Na perspectiva de Minsky (1986, p. 173), o sistema financeiro se configura como um "desestabilizador endógeno" do funcionamento econômico. A Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF) sustenta que qualquer situação de equilíbrio é temporária e autodestrutiva. A instabilidade é endógena e resulta da própria dinâmica do sistema econômico, não de intervenções de políticas econômicas, embora essas possam exacerbar ou mitigar o problema. Dessa forma, a estabilidade econômica depende de como o investimento e as posições em ativos de capital são financiados.

Minsky desenvolve uma tipologia das posturas financeiras em relação ao risco de variação da taxa de juros, identificando três tipos de comportamento: hedge, especulativo e ponzi¹. Esses comportamentos refletem diferentes níveis de exposição ao risco financeiro, conforme ilustrado no quadro 1.

¹ Para facilitar o entendimento dos termos, Paula (1998) distingue três posturas financeiras para os agentes econômicos, com base no trabalho seminal de Minsky (1986, 1992). O comportamento **Hedge** é caracterizado como uma postura financeira conservadora, na qual o fluxo de caixa esperado supera consistentemente os pagamentos da dívida em cada período. Isso implica que o agente possui receitas suficientes para cobrir tanto os juros quanto as amortizações, mantendo um excedente financeiro em todos os períodos. A **postura Especulativa** ocorre quando, em determinados períodos, os compromissos financeiros de curto prazo superam as receitas esperadas, exigindo refinanciamento para lidar com os déficits temporários. Embora essa postura envolva dependência de novos financiamentos, ela não resulta necessariamente no aumento da dívida total, pois se espera que, nos períodos subsequentes, o agente gere receitas excedentes para compensar os déficits iniciais. Já a **postura Ponzi** representa uma situação financeira insustentável, na qual o agente não possui recursos suficientes nem mesmo para cobrir os juros da dívida no futuro imediato. Nesse cenário, torna-se necessário contrair novos empréstimos para cumprir compromissos financeiros, resultando em um aumento contínuo e preocupante do valor da dívida.

Quadro 1 – Posturas financeiras em Minsky

	Hedge	Especulativa	Ponzi
Definição	Espera ser capaz de pagar tanto o principal quanto os juros de sua dívida	Não espera ser capaz de pagar o principal, mas apenas os juros da dívida	Não espera ser capaz de pagar nem o principal, nem os juros integralmente
Escopo da análise: Refinanciamento	Desnecessário	Necessário para o principal	Necessário tanto para o principal quanto para parte dos juros
Princípio do risco: Dívida líquida	Decrescente	Estável	Crescente

Fonte: Elaboração a partir de Minsky (1986)

A fragilidade financeira, conforme trabalhada por Minsky, caracteriza-se pelo aumento da proporção de posturas especulativas e Ponzi na estrutura financeira, em comparação às posturas hedge. Esse movimento ocorre durante a fase de expansão do ciclo econômico e se agrava logo após a reversão do ciclo. À medida que o processo de fragilidade financeira avança, choques financeiros cada vez menores são suficientes para provocar situações de insolvência, revertendo o ciclo econômico.

O sistema econômico torna-se progressivamente mais vulnerável a choques que restrinjam a oferta de crédito, os quais podem gerar aumentos mais acentuados nas taxas de juros, desencadeando inadimplência generalizada. Nesse cenário, a demanda por crédito se torna menos sensível à taxa de juros, uma vez que cresce a proporção de agentes que precisam refinarçar suas dívidas independentemente da taxa vigente.

Nesse contexto, "quanto maior o número de empresas em posição especulativa e Ponzi, mais o cenário macroeconômico estará exposto à instabilidade financeira." O mercado está sujeito a constantes mudanças, o que dificulta a previsão sobre o futuro. Além disso, os agentes podem alterar suas posturas financeiras no longo prazo, agravando a situação econômica e reforçando a possibilidade de que choques mais intensos levem a uma crise (Corrêa; Lemos; Feijo, 2017, p. 1135).

Os estudos teóricos e empíricos inspirados na concepção de Minsky (1986, 1992) são fundamentais para compreender o fenômeno da financeirização no âmbito empresarial, ao evidenciar o papel central dos aspectos financeiros na determinação do investimento. Na próxima seção, será analisado como esse processo impactou a economia nacional, com destaque para as transformações na governança corporativa, especialmente com o aumento do peso dos ativos financeiros na estrutura dos balanços patrimoniais das empresas.

3 DESDOBRAMENTOS DA FINANCEIRIZAÇÃO E CONTEXTO MACRO-ECONÔMICOS DA ECONOMIA BRASILEIRA

Além de apresentar os conceitos sobre financeirização e seus efeitos sistêmicos na economia, é crucial contextualizar o fenômeno levando em consideração os aspectos e especificidades dos países emergentes, dado o impacto das transformações no regime de produção capitalista, especialmente a partir da década de 1970. Como essas transformações não ocorreram de forma simétrica em todas as regiões, torna-se necessário considerar os condicionantes históricos de cada espaço investigado, como, por exemplo, sua inserção na divisão internacional do trabalho.

É essencial reconhecer as particularidades de cada país, incluindo os fatores históricos, culturais, sociais, políticos e econômicos que moldaram seu desenvolvimento. Essas especificidades influenciam a maneira como a financeirização se manifesta e afetam a dinâmica econômica local. Dessa forma, uma análise adequada requer atenção às condições particulares de cada contexto, evitando generalizações que possam desconsiderar as complexidades inerentes ao processo de formação e desenvolvimento de cada economia emergente.

O processo de financeirização das economias emergentes tem recebido um tratamento diferenciado em relação às economias desenvolvidas pelas correntes

de pensamento econômico heterodoxo, como a vertente pós-keynesiana, marxista, institucionalista e regulacionista, devido às especificidades intrínsecas dessas economias.

Dentro dos estudos teóricos sobre esse fenômeno nas economias em desenvolvimento, Karwowski e Stockhammer (2017, p. 61) enfatizam a maior participação das famílias no mercado financeiro, bem como seu crescente endividamento, a liberalização das contas de capital e financeira, a integração dessas economias ao mercado financeiro global e a elevação do nível de endividamento das empresas não financeiras (ENFs), que afeta negativamente os gastos de investimento e tende a deprimir a taxa de crescimento das economias no longo prazo.

Nesse contexto, a literatura pós-keynesiana tem se esforçado para delinear os marcos da financeirização e apresentar elementos que ajudem a compreender a trajetória desse fenômeno na economia doméstica, assim como as mudanças que se manifestam neste momento histórico.

Especificamente, a literatura regulacionista documenta uma periodização e uma taxonomia para a economia brasileira, partindo do pressuposto de que o fenômeno da financeirização na economia doméstica foi gestado nos anos 1970 e avançou na década de 1980. Essa comprovação é, segundo os autores, resultado de:

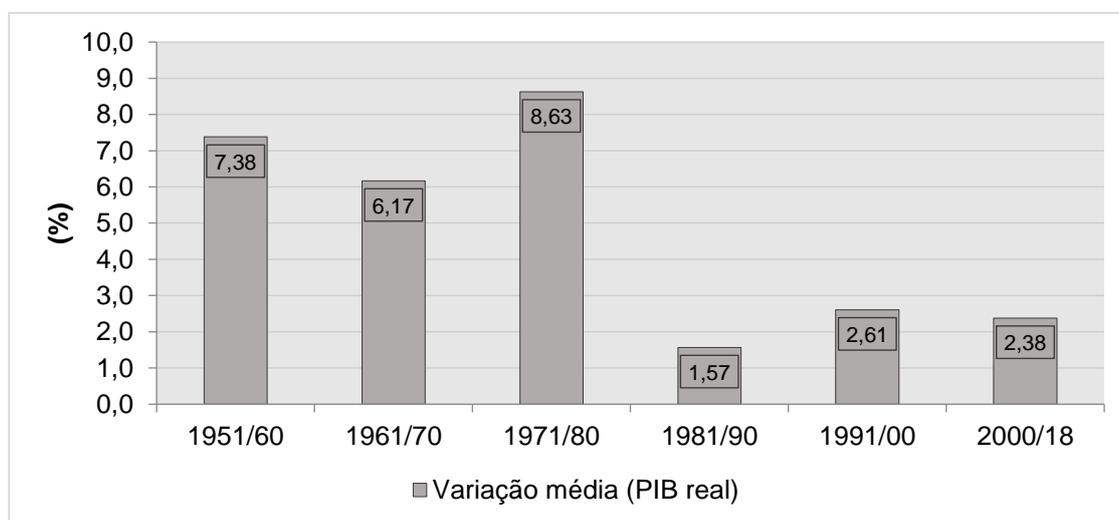
- a) elevação do setor bancário-financeiro à condição de setor hegemônico, deslocando o centro da acumulação industrial para os ativos financeiros líquidos de curto e curtíssimo prazo; b) perda de autonomia do Estado na formulação da política econômica e nas demais intervenções públicas; c) forte aumento da concentração pessoal e funcional da renda e do estoque de riqueza, aumentando as desigualdades sociais; e d) forte queda da taxa de investimento produtivo e consequente tendência à estagnação do produto; e) afirmação de comportamentos rentistas em empresas não-financeiras e famílias de alta renda que reduzem suas alocações produtivas de capital (Lavinias, Araújo; Bruno, 2017, p. 10).

Ainda na perspectiva dos autores, assistiu a partir dos anos 1990, a um processo de substituição das inversões em capital fixo pelos produtos e serviços financeiros o que reforçou e contribuiu para uma transformação institucional no setor bancário-

financeiro com a liberação comercial e financeira nesse período. A característica fundamental desse período é marcada pela acumulação rentista das classes médias e alta burguesia na preservação da renda patrimonial. No período seguinte que concerne a 1995 a 2005 as características institucionais e macroeconômicas apresentam diferenças relativas do período anterior e ganhou uma nova configuração com a “financeirização em massa²” em contraposição a “financeirização elitizada” com a “substituição dos ganhos inflacionários pela elevada renda de juros e demais modalidades de ganhos financeiros”.

A economia brasileira perdeu vigor nas últimas três décadas conforme indica o **Gráfico 1**, em razão sobretudo da agenda de política neoliberal preconizada com base nos preceitos do Consenso de Washington que teve como princípio fundamental o controle inflacionário e o superávit fiscal primário.

Gráfico 1 – Taxas de crescimento do PIB real (%) - Média das décadas



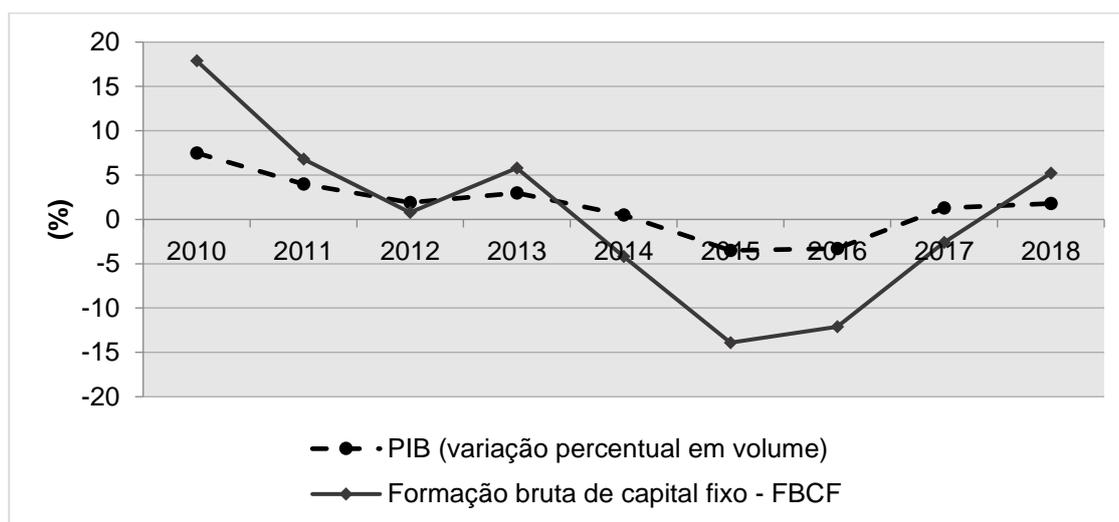
Fonte: IBGE - Período de 1992-1995, Sistema de Contas Nacionais;
Para 2010: resultados preliminares estimados a partir das Contas Nacionais Trimestrais Referência 2000.

² De modo geral, a financeirização em massa refere-se à incorporação ampla de camadas sociais no mercado financeiro, especialmente por meio do consumo de produtos financeiros, como empréstimos, crédito consignado, financiamentos habitacionais, previdência privada e seguros. Esse processo é impulsionado pela crescente penetração do setor financeiro em aspectos cotidianos da vida econômica e social. A financeirização elitizada reflete a predominância das finanças sobre as decisões econômicas estratégicas, incluindo a priorização de valor para investidores em detrimento de outros agentes (Epstein, 2005).

A incapacidade da retomada da trajetória de crescimento da economia brasileira em níveis sustentáveis a partir da década de 1990 está associada em grande medida à apreciação cambial³, o que implica que parte do estímulo doméstico à demanda agregada sofreu vazamentos para o exterior.

De modo específico, a trajetória da economia brasileira apresentou um baixo impulso nos investimentos em ativos fixos, conforme revela o Gráfico 2, comprometendo o desempenho da acumulação de capital produtivo em âmbito doméstico. O Gráfico 2 mostra as taxas de crescimento do PIB e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) no período de 2010 a 2018. É interessante notar que a trajetória da FBCF acompanha o desempenho do PIB em quase todos os períodos, com raras exceções. A combinação de circunstâncias e elementos internos e externos, como a contração da demanda mundial, o colapso dos preços das commodities e a adoção de políticas anticíclicas de estímulo à demanda agregada, afetou a economia a partir de 2012, e a tendência de desaceleração permaneceu nos anos seguintes.

Gráfico 2 – PIB e Formação Bruta do Capital Fixo (2010/2018)



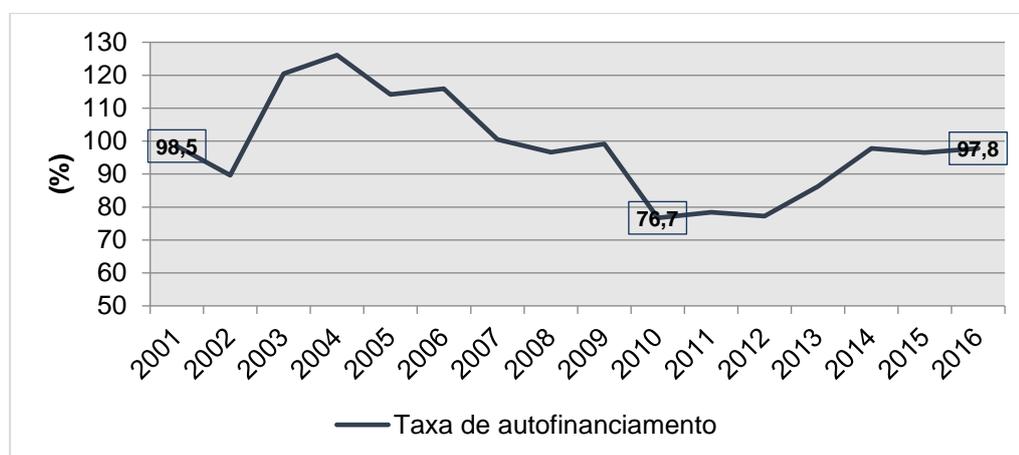
Fonte: IBGE/2018: Sistemas de Contas Nacionais

³ Para compreender a trajetória de apreciação cambial no Brasil e seus impactos na estrutura produtiva, a obra de Bresser-Pereira (2010) é fundamental. De modo geral, o autor analisa como a valorização excessiva da moeda nacional, associada à doença holandesa, afeta a competitividade da indústria local e argumenta sobre a importância de uma política cambial que neutralize esses efeitos, assegurando condições favoráveis ao desenvolvimento industrial.

O cenário de elevadas taxas de juros, praticadas a partir do regime de metas de inflação, comprometeu o dinamismo do investimento privado nacional e resultou em um crescimento deficiente da demanda agregada nos últimos anos. A taxa de juros, como mecanismo de controle da inflação, levou as autoridades a abandonarem o regime de câmbio adotado, refletindo em uma apreciação cambial que produziu um efeito perverso sobre a geração de emprego e renda posteriormente.

No que tange ao investimento da década de 2000, observa-se uma lenta mudança na estrutura de financiamento das ENFs, caracterizada por um crescimento do padrão de financiamento baseado em crédito, devido à elevação do nível de endividamento geral e de longo prazo (Corrêa; Lemos; Feijó, 2017). O Gráfico 3 apresenta o autofinanciamento como uma fonte relevante de financiamento da acumulação de capital em âmbito doméstico, indicando que, entre 2003 e 2013, as empresas utilizaram os lucros retidos para financiar seus investimentos.

Gráfico 3 – Autofinanciamento das ENFs (2001-2016)

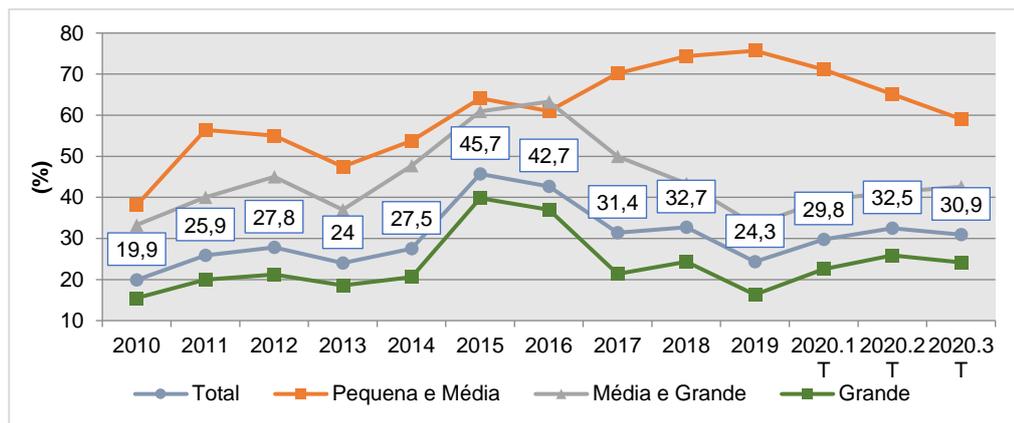


Fonte: Elaboração própria a partir das Contas Nacionais, Contas Integradas(Ceis), IBGE.

A partir de 2013, quando o investimento começa a cair, a taxa de autofinanciamento das empresas não financeiras (ENFs) volta a subir. O estudo do Cemec (2020), que apresenta um balanço sobre o endividamento de uma amostra de empresas, revela que 19,9% das empresas não financeiras (ENFs) estavam na situação

Ponzi em 2010. Esse percentual aumentou para 45,7% em 2015 e permaneceu elevado no terceiro trimestre de 2020, correspondendo a um valor de 30,9%, como mostra o Gráfico 4:

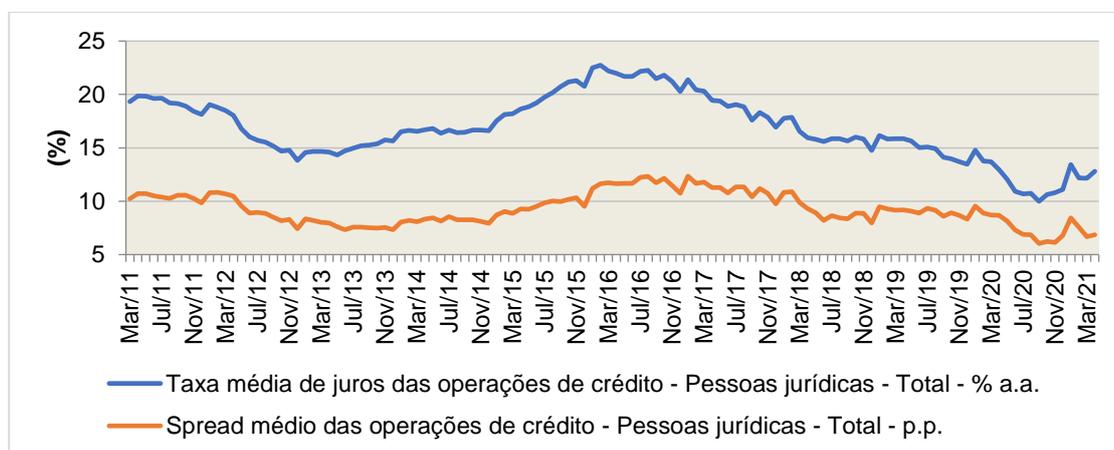
Gráfico 4 - Porcentagem das empresas brasileiras com postura considerada Ponzi*



(*) O número de empresas que apresenta o indicador EBTIDA/Despesa Financeira
 Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CEMEC (2020).

A literatura teórica baseada nos estudos de Minsky também mostrou que a fragilidade financeira é caracterizada pela predominância do número de empresas com postura especulativa e Ponzi na estrutura financeira, em comparação com a postura hedge.

Gráfico 5 - Taxa média de juros (% a.a) e Spread médio (em p.p.): 2011- 2021

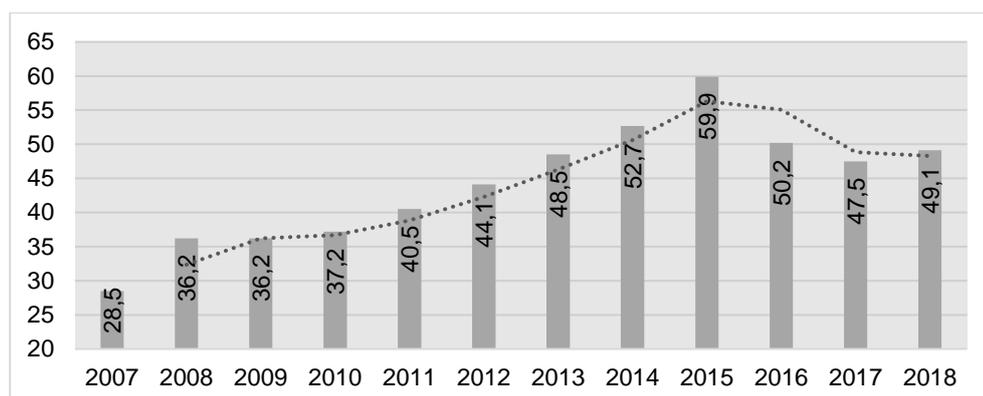


Fonte: BCB.

Essa fragilidade financeira resulta de fortes interações desestabilizadoras que agravam o risco sistêmico e de contágio. Para Minsky (1986), o sistema financeiro/bancário é um desestabilizador endógeno do funcionamento do sistema econômico, pois atua de forma pró-cíclica: oferece crédito quando a economia está em crescimento e tende a racionar crédito durante períodos de desaceleração.

O Gráfico 6 mostra que a economia brasileira entra em uma fase de maior fragilidade a partir de 2014, quando houve um aumento na taxa de juros e no spread bancário. Além do aumento do custo do crédito, a oferta também é afetada pela instabilidade do mercado, resultando em racionamento.

Gráfico 6 – Dívida financeira das empresas não financeiras brasileiras em relação ao PIB



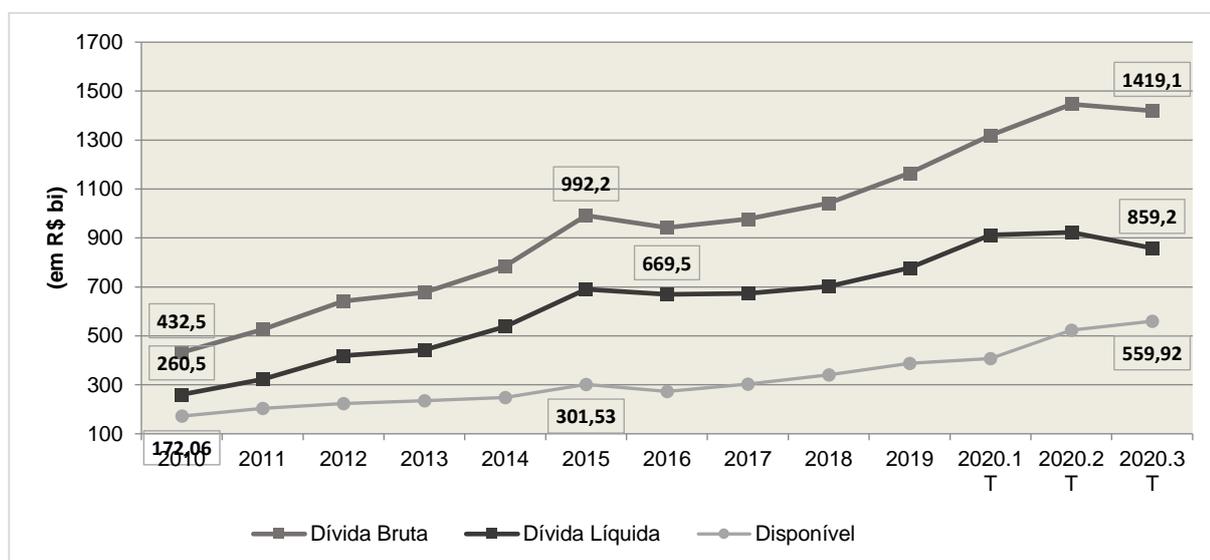
¹ Os percentuais referem-se ao mês de dezembro de cada ano
 Fonte: Elaboração própria a partir da Nota CEMEC (2019).

Dados do Cemic (2019) mostram que, no período de 2007 a 2018, o índice de endividamento das empresas não financeiras brasileiras em relação ao PIB apresentou uma trajetória crescente até 2015 e, posteriormente, sofreu uma leve redução. Entre 2015 e 2018, o índice reduziu-se em 10,8 pontos percentuais, passando de 59,9% para 49,1% do PIB, sendo que parte dessa redução se deveu à queda do saldo de recursos de financiamento obtidos no mercado doméstico.

Com a redução dos saldos de crédito bancário total, incluindo recursos livres e direcionados, o fluxo líquido de recursos captados no mercado de dívida corporativa

tornou-se a principal fonte de financiamento das empresas não financeiras nos anos de 2017 e 2018, comprovando a alteração na estrutura de financiamento das ENFs mencionada anteriormente (Cemec, 2019). Além disso, observa-se uma modificação na composição da dívida das ENFs, associada à redução da retenção de lucros, conforme pode ser verificado no Gráfico 7:

Gráfico 7 – Dívida Financeira Bruta e Líquida (sem Petro, Vale e Eletro)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CEMEC (2020).
Valores corrigidos para 2012 por IPCA.

O estudo do Cemec (op. cit.) mostra que, nas companhias abertas, excluindo Petrobras, Vale e Eletrobras, a participação da dívida líquida passou de 206,5 bilhões em moeda nacional para 859,2 bilhões no terceiro trimestre de 2020.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O ciclo expansivo que abrange o período de 2003 a 2008 da economia brasileira, caracterizado por fatores externos, como o aumento da liquidez internacional, aliado a elementos internos discutidos neste trabalho — incluindo a valorização do salário real e a expansão do crédito ao consumidor, que estimularam o comércio doméstico e

impactaram positivamente as empresas brasileiras — sofreu consequências significativas com a crise financeira internacional deflagrada em 2008. Este ciclo de expansão propiciou um ambiente favorável ao investimento empresarial, culminando em uma alteração no padrão de financiamento, com uma crescente participação do capital externo.

A desaceleração dos investimentos, em decorrência da crise financeira de 2008, resultou em um aumento da fragilidade financeira das empresas não financeiras, devido ao elevado endividamento acumulado nesse período. A adequação da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky (1986) é evidente, especialmente considerando a expressiva proporção de empresas em posição *Ponzi*.

Os dados do Cemec indicam que, desde 2010, o nível de endividamento das empresas não financeiras (ENFs) tem mostrado uma trajetória ascendente, com aproximadamente 59,9% dessas empresas incapazes de honrar seus compromissos financeiros em 2015, não gerando caixa suficiente para cobrir suas despesas. O quadro recessivo foi acentuado pelo comportamento defensivo do setor bancário, manifestado pelo aumento do spread bancário e pelas restrições na concessão de crédito.

Ao longo dos anos 2000, as ENFs no Brasil tornaram-se cada vez mais dependentes do crédito para financiar suas operações. Com a entrada da economia em recessão em 2015, o peso das dívidas passadas contribuiu para o aumento do número de unidades *Ponzi*, corroborando a hipótese de Minsky, que sustenta que a fragilidade financeira se constrói ao longo do ciclo econômico. A financeirização, nesse contexto, se manifesta pela maior dependência de empresas e famílias em relação ao mercado financeiro.

Além do crédito, a instabilidade política e econômica, juntamente com as desvalorizações cambiais, exerceu efeitos adversos sobre a formação bruta de capital no período analisado. As restrições de crédito ressaltam a importância de uma estabilidade macroeconômica e de um ambiente favorável à realização de investimentos. A superação dessa fase recessiva depende da implementação de

políticas econômicas responsáveis — nas esferas monetária, fiscal, industrial e cambial — que visem mitigar as incertezas econômicas, ampliar o volume de crédito disponível para as ENFs e criar condições propícias para a recuperação da demanda agregada, favorecendo assim o retorno a um crescimento sustentável.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. Shareholder value and corporate governance: Some tricky questions. **Economy and Society**, [S.l.], v. 29, n. 1, p. 146-159, dez. 2000.

BELLUZZO, L. G. M. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1998. p. 151-193.

BRAGA, J. C. A Financeirização da Riqueza: A Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 2, n. 1, p. 25-57, ago. 1993. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643298>. Acesso em: 18 mai. 2021.

BRAGA, J. C. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1998. p. 195-242.

BRESSER PEREIRA, L. C. Taxa de câmbio, doença holandesa, e industrialização. **Cadernos FGV Projetos**, São Paulo, v. 5, n. 14, p. 68-73, 2010. Disponível em: https://eaesp.fgv.br/sites/eaesp.fgv.br/files/pesquisa-eaespfiles/arquivos/bresser_taxa_de_cambio_doenca_holandesa_e_industrializacao.pdf. Acesso em: 24 nov. 2024.

BRUNO, M. *et al.* Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, [S.l.], v. 31, n. 5, p. 730-750, 2011.

BONIZZI, B. Financialization in developing and emerging countries: a survey international. **Journal of Political Economy**, [S.l.], v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013.

BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. **Economy and Society**, [S.l.], v. 29, n. 1, p. 111-145, fev. 2000.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 8, n. 2, p. 57-92, 1999.

CARNEIRO, R. **A globalização financeira**: origem, dinâmica e perspectivas. Texto para discussão, IE/UNICAMP, n. 90, out. 1999a. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/texto-para-discussao/a-globalizacao-financeira-origem-dinamica-e-perspectivas>. Acesso em: 24 nov.2024.

CEMEC. **Endividamento das empresas brasileiras**: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016. Instituto IBMEC Mercados de Capitais, ago. 2016. (Nota CemeC, n. 6).

CEMEC. **Em 2017 e 2018 mercado de dívida corporativa é a principal fonte doméstica de financiamento das empresas brasileiras**. Instituto IBMEC Mercados de Capitais, jan. 2019. (Nota CEMEC 01/2019)

CINTRA, M. A. M.; SILVA FILHO, E. B. da. **Financiamento das corporações**: perspectivas do desenvolvimento brasileiro. Brasília: Ipea, 2013. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_financiamento_corporacoes03.pdf. Acesso em: 14 mai. 2021.

CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

EPSTEIN, G. A. Introduction: Financialization and the World Economy. In: EPSTEIN, G. A. (Ed.). **Financialization and the World Economy**. Cheltenham; Northampton: Edward Elgar, 2005. p. 3-16.

CHIRINKO, R. S. Business fixed investment spending: modeling strategies, empirical results, and policy implications. **Journal of Economic Literature**, [S.l.], v. 31, n. 4, p. 1875-1911, dez. 1993.

CROTTY, J. The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. **Review of Radical Political Economics**, [S.l.], v. 35, n. 3, p. 271-279, set. 2003.

CORRÊA, M. F.; LEMOS, P. de M.; FEIJÓ, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. especial, p. 1127-1150, dez. 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/qXb9nQCBtB3SwCgjk4ygyNyk/abstract/?lang=PT>. Acesso em: 14 mai. 2021.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 27, n. especial, p. 576-611, dez. 2008.

KARWOWSKI, E.; STOCKHAMMER, E. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. **Economic and Political Studies**, [S.l.], v. 5, n. 1, p. 60-86, fev. 2017.

LAVINAS, L.; ARAÚJO, E.; BRUNO, M. **Brasil**: Vanguarda da financeirização entre os emergentes? Uma análise exploratória. Texto para discussão 032, 2017. Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2017/TD_IE_032_2017_LAVINAS_ARA%C3%A9JO_BRUNO.pdf. Acesso em: 04 mai. 2021

LUPORINI, V.; ALVES, J. Investimento privado: uma análise empírica para o Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 19, n. 3, p. 449-475, dez. 2010.

MEYER, T. R.; PAULO, L. F. de. Determinantes do investimento privado no Brasil em 2007-2017 a partir de uma perspectiva pós-keynesiana: uma análise empírica. **Revista de Economia Contemporânea**, [S.l.], v. 27, p. 1-38, mar. 2023. Disponível em: <http://finde.uff.br/textos-para-discussao/>. Acesso em: 15 mai. 2021.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. P. **The financial instability hypothesis**. Aldershot: Levy Economics Institute, 1992. (Working Paper, n. 74).

PALLEY, T. I. **Financialization**: What it is and why it matters. The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies. Washington: Levy Economics Institute, dez. 2007. (Working Paper, n. 525).

PASSONI, P. A. **Deindustrialization and regressive specialization in the brazilian economy between 2000 and 2014**: a critical assessment based on the input-output analysis. 2019. Tese (Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

PAULA, L. F. R. de. **Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito**: de Keynes a Minsky. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1998. (Texto para discussão; n. 409).

STOCKHAMMER, E. Financialization and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, [S.l.], v. 28, n. 5, p. 719-141, set. 2004.

IBGE. **Sistema de Contas Nacionais - SCN | IBGE** > Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9052-sistema-de-contas-nacionais-brasil.html?=&t=resultados>. Acesso em: 04 mai. 2021.

IBGE. **Sistema de Contas Nacionais**: Brasil: Referência 2010 / IBGE, Coordenação de Contas Nacionais. 3. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2016. (Relatórios metodológicos)

Contribuição de autoria

1 – Marília de Souza Castro

Docente do quadro permanente da Universidade Federal de Roraima (UFRR).

<https://orcid.org/0000-0001-8891-8825> • marilia.castro@ufrr.br

Contribuição: A contribuição deste artigo abrangeu a realização integral do trabalho, desde a fundamentação teórica até a revisão detalhada da descrição dos dados. Todo o processo foi conduzido com o objetivo de enriquecer a discussão sobre os determinantes do investimento, oferecendo uma análise fundamentada e uma estrutura consistente que possa contribuir para o avanço do entendimento desse tema.

COMO CITAR ESTE ARTIGO

CASTRO, M. de S. Análise dos efeitos da financeirização sobre a fragilidade das Empresas Não Financeiras no Brasil (2010-2020). **Econ. E Desenv.**, Santa Maria, v. 36, e89280, 2025. DOI 10.5902/1414650989280. Disponível em: <https://doi.org/10.5902/1414650989280>.