

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LOUISE BIANCA TABORDA RIBAS

CICLOS FINANCEIROS E O FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA NO BRASIL  
2010-2019

CURITIBA

2021

LOUISE BIANCA TABORDA RIBAS

CICLOS FINANCEIROS E O FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA NO BRASIL  
2010-2019

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicada, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2021

## TERMO DE APROVAÇÃO

LOUISE BIANCA TABORDA RIBAS

CICLOS FINANCEIROS E O FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA NO BRASIL  
2010-2019

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Graduação no Curso de Ciências Econômicas, Setor Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

---

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto  
Orientador – Departamento de Economia, UFPR

---

Prof. Dr. Ricardo Lobato Torres  
Departamento de Economia, UFPR.

---

Prof. Dr. Walter Tadahiro Shima  
Departamento de Economia, UFPR.

Curitiba, 13 de agosto de 2021.

Dedico essa monografia a Deus, a minha família, aos meus professores e todos que fizeram possível minha formação acadêmica.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus, pelo dom da vida e a capacidade de aprendizado, sem Ele nada seria possível.

Aos meus pais, Jobison e Maria Zaíra, pelo amor incondicional, pelo ensinamento, pela oportunidade e pelo incentivo diário em seguir meus sonhos e objetivos.

A minha irmã, Elisa, que é minha inspiração e que sempre esteve ao meu lado, me encorajando e me ajudando em todos os momentos.

A toda a minha família, amigos e todos que passaram pela minha vida, pois são parte do que sou hoje.

Ao meu namorado, Luiz, que conheci graças ao curso de Ciências Econômicas, e desde então, esteve ao meu lado em todos os momentos.

Ao meu orientador, professor Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto, pelo conhecimento transmitido e pelo suporte que foram essenciais para o desenvolvimento deste trabalho.

A todos meus professores, em especial aos do curso de Ciências Econômicas, que tornaram possível todo o conhecimento e a oportunidade de hoje estar me formando.

*“Façamos nosso futuro hoje e, de  
nossos sonhos, a realidade de amanhã”.*

**(Malala Yousafzai)**

## RESUMO

O presente estudo tem por finalidade conhecer melhor a fragilidade, a recessão financeira e a tentativa de retomada econômica vivenciada no Brasil entre os anos de 2010 e 2019, com foco especial na aplicação da teoria da instabilidade financeira, proposta por Hyman P. Minsky. Sua hipótese destaca fatores endógenos ao sistema como determinantes para o desenvolvimento econômico, em especial, a forma de estruturação dos passivos para realizar investimentos e as ações especulativas do mercado. Pode-se notar um comportamento cíclico vivido pelas empresas brasileiras nesse período. Foram analisadas as indústrias no estudo, excluindo-se Petrobras e Vale, devido as suas particularidades no mercado. Temos que, após um excelente momento da economia em 2010, com a rápida recuperação da crise de 2008, os indicadores dos anos seguintes demonstraram que o crescimento não se sustentou, e em consequência, no ano de 2015 e 2016 o país enfrentou uma forte recessão econômica, com perda de capital, altas taxas de juros e variação cambial. Nos anos posteriores foram tomadas medidas fundamentalmente microeconômicas pelas empresas, instituições financeiras e pelo governo a fim de mudar esse cenário, principalmente por meio de renegociações dos financiamentos, reestruturação das dívidas de longo prazo e pela significativa redução da taxa de juros. Sendo assim, possível uma gradual reorganização financeira, e conseqüentemente, uma recuperação econômica pelo país, mesmo que tímida, no entanto, distante de uma retomada de um ciclo de investimento sustentável.

Palavras-chave: Minsky; instabilidade financeira; cenário brasileiro 2010-2019; ciclo econômico.

## ABSTRACT

The present paper seeks to better understand the fragility, the financial recession and an attempt at economic recovery experienced by Brazil between 2010 and 2019, with a special focus on the application of the theory of financial instability, proposed by Hyman P. Minsky. His hypothesis highlights endogenous factors to the system as determinants for economic development, in particular, the way in which liabilities are structured to carry out investments and the speculative market actions. It is possible to notice a cyclical behavior experienced by Brazilian companies in this period. In this paper the industries were analyzed, excluding Petrobras and Vale, due to their particularities in the market. We have that, after an excellent economic moment in 2010, with the rapid recovery from the 2008 crisis, the indicators of the following years showed that growth was not sustained, and as a result, in 2015 and 2016 the country faced a strong economic recession, with loss of capital, high interest rates and exchange rate variation. On subsequent years, fundamentally microeconomic measures were taken by companies, institutions, and by government to change this scenario, mainly through renegotiations of financing, restructuring of long-term debts and by significant decrease in interest rates. Thus, a gradual financial reorganization is possible, and consequently, an economic recovery in the country, even if timid, however, far from a resumption of a sustainable investment cycle.

Keywords: Minsky; financial instability; Brazilian scenario 2010-2019; economic cycle.

## LISTA DE GRÁFICOS

|   |    |
|---|----|
| GRÁFICO 1 – PIB PER CAPITA DO BRASIL (%) .....  | 23 |
| GRÁFICO 2 – TAXA MÉDIA DIÁRIA DE JUROS SELIC NO BRASIL (% a.a.).....  | 24 |
| GRÁFICO 3 – COMPARATIVO PIB X SELIC .....   | 25 |
| GRÁFICO 4 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCRO E INDICADORES DE<br>ENDIVIDAMENTO: TOTAL DAS EMPRESAS – 2010-2017 EM % .....  | 32 |
| GRÁFICO 5 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCRO E INDICADORES DE<br>ENDIVIDAMENTO: EMPRESAS INDUSTRIAIS SEM PETROBRAS E VALE – 2010-<br>2017 EM %.....              | 33 |
| GRÁFICO 6 – ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO EM BILHÕES DE REAIS .....  | 34 |
| GRÁFICO 7 – EBITDA/ DESPESA FINANCEIRA EM % .....   | 35 |
| GRÁFICO 8 – DESPESAS DE CAPITAL (CAPEX) SOBRE DEPRECIACÕES<br>(MÉDIA POR SETOR, SÉRIE ENCADEADA, 2011=100) – 2011 A 2017 .....                          | 36 |
| GRÁFICO 9 – TAXA DE RENTABILIDADE LÍQUIDA DO PATRIMONIO LÍQUIDO E<br>EBITDA/ DESPESA FINANCEIRA: EMPRESAS INDUSTRIAIS SEM PETROBRAS E<br>VALE EM %..... | 39 |
| GRÁFICO 10 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCRO E INDICADORES DE<br>ENDIVIDAMENTO: EMPRESAS INDUSTRIAIS SEM PETROBRAS E VALE - 2014-<br>2019 EM %.....             | 40 |
| GRÁFICO 11 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCRO E INDICADORES DE<br>ENDIVIDAMENTO: TOTAL DAS EMPRESAS - 2014-2019 EM % .....                                       | 41 |
| GRÁFICO 12 – VARIAÇÃO ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO DE CURTO E LONGO<br>PRAZOS: EMPRESAS INDUSTRIAIS SEM PETROBRAS E VALE EM % .....                           | 42 |

## LISTA DE TABELAS

|  |    |
|--|----|
| TABELA 1 – NÚMERO DE EMPRESAS DOS MACROSSETORES 2010-2017 .....                                | 30 |
| TABELA 2 – PESO DA AMOSTRA DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS - RECEITA LÍQUIDA EM % DO PIB .....     | 30 |
| TABELA 3 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCROS E MARGEM OPERACIONAL DOS MACROSSETORES 2010-2017 EM %..... | 31 |
| TABELA 4 – NÚMERO DE EMPRESAS DOS MACROSSETORES 2014-2019 .....                                | 38 |
| TABELA 5 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCROS E MARGEM OPERACIONAL DOS MACROSSETORES 2014-2019 EM %..... | 38 |
| TABELA 6 – DEBÊNTURES DE CURTO E LONGO PRAZOS - EM MILHÕES DE REAIS .....                      | 42 |
| TABELA 7 – INDICADORES ECONÔMICOS 2014-2019.....   | 44 |

## LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

|       |  |
|-------|--|
| BC    | - Banco Central do Brasil                                |
| COPOM | - Comitê de Política Monetária                           |
| IBGE  | - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística        |
| IEDI  | - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial |
| SELIC | - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia           |

## SUMÁRIO

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO .....</b>  | <b>13</b> |
| <b>2</b> | <b>TEORIA DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY .....</b>                                    | <b>14</b> |
| 2.1      | COMO SÃO FINANCIADOS OS INVESTIMENTOS .....  | 17        |
| 2.2      | INVESTIMENTO E OS CICLOS ENDÓGENOS AO SISTEMA.....   | 18        |
| 2.3      | EXPECTATIVAS DOS AGENTES E OS CICLOS ECONÔMICOS .....  | 19        |
| 2.4      | AS TRÊS POSTURAS FINANCEIRAS EM MINSKY: <i>HEDGE</i> ,<br>ESPECULATIVAS E <i>PONZI</i> ..... | 20        |
| <b>3</b> | <b>CENÁRIO BRASILEIRO – 2010 A 2019.....</b>   | <b>23</b> |
| <b>4</b> | <b>ANÁLISE EMPÍRICA DOS DADOS.....</b>   | <b>29</b> |
| 4.1      | EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2010 – 2017.....  | 29        |
| 4.2      | EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2014 – 2019.....  | 37        |
| <b>5</b> | <b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>  | <b>45</b> |
|          | <b>REFERÊNCIAS.....</b>  | <b>47</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

A teoria neoclássica pressupõe que a estrutura de capital das empresas seria descartável na análise de seu crescimento, e, diversos outros assuntos da macro e microeconomia. Assim, surgia uma lacuna para o entendimento mais completo da influência das formas de financiamento de ativos das empresas e suas consequências para o desempenho econômico.

A partir disso foram sendo incorporados, por meio de diversos autores, outros fatores importantes para o entendimento da forma como as empresas financiam o seu crescimento. Entre eles, o efeito dos impostos, os impactos das despesas com a falência, os desmembramentos de uma oferta pública de aquisição e outros. Desse modo, fortalecendo a ideia de que o modelo de financiamento induz o grau de investimentos de uma empresa, e por efeito, reflete o desenvolvimento de uma economia.

A partir de 1975, Hyman P. Minsky opôs-se a teoria Neoclássica e aprimorou a Teoria Geral de John Maynard Keynes, assim desenvolvendo ao longo de anos os fundamentos de sua teoria da instabilidade financeira.

Sendo assim, em uma organização financeira complexa, sofisticada e em constante transformação como a capitalista, sua hipótese ressalta que há a oscilação entre períodos de estabilidade e de vulnerabilidade, essa ocasionada principalmente pelos efeitos da inflação ou deflação e especulações no mercado. Complementarmente, defende que essa vulnerabilidade decorre de processos endógenos ao sistema, e diante disso, temos que para a retomada da expansão econômica são necessárias medidas práticas por parte das instituições e intervenções políticas efetivas.

Assim, o objetivo deste trabalho é verificar se a estrutura de capital das empresas é relevante e qual a sua importância para o crescimento sustentável da economia, relacionando a teoria apresentada ao cenário brasileiro vivido pelas empresas entre os anos de 2010 a 2019, como foco especial para as indústrias, desta forma contribuir para o entendimento de como as empresas financiam o seu crescimento. Os dados estatísticos do período foram divulgados pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), considerando alguns indicadores econômicos para os setores da indústria, comércio, serviços e agropecuária.

## 2 TEORIA DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

Este capítulo tem como objetivo apresentar o embasamento teórico, que será utilizado de argumento para sustentar os resultados deste trabalho, que analisará o desempenho das empresas brasileiras vividos entre os anos de 2010 a 2019. Serão apresentados alguns apontamentos teóricos a respeito da teoria da Instabilidade Financeira, desenvolvida por Hyman Minsky.

A teoria da instabilidade financeira foi elaborada e aperfeiçoada por Minsky desde meados dos anos 1980. Sua finalidade é aprimorar a Teoria Geral de John Maynard Keynes, que trata o comportamento da economia moderna. Em destaque temos as questões financeiras, a instabilidade no mercado capitalista e a interrelação existente entre elas” (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 31).

A Teoria Neoclássica, de acordo com Minsky (2008, p. 157) está restrita em apenas “explicar como os preços dos bens produzidos correntemente se ajustam para que os mercados sejam equilibrados”. Assim, temos que a função dos preços é limitada a controlar a produção e distribuir recursos disponíveis.

Para Minsky, conforme descrito por Ono (2005, p. 13), a economia capitalista é “uma estrutura financeira complexa de ativos de capitais custosos e duradouros, em que o ‘equilíbrio’ seria afetado tanto pelo valor nominal das variáveis como pelos antecedentes históricos e institucionais dessa economia”.

Desse modo, a teoria minskyana determina que o mecanismo de preços também deve garantir que:

[..] (1) um excedente seja gerado, (2) as receitas sejam imputadas a ativos de capital (ou seja, lucros), (3) os preços de mercado dos ativos de capital sejam consistentes com os atuais custos de produção de produtos que se tornam ativos de capital, e (4) obrigações sobre dívidas das empresas possam ser cumpridas (MINSKY, 2008, p. 158).

Sendo assim, capaz de gerar fluxos de caixa, no qual os preços agregam lucro, e assim sendo possível liberar recursos para novos investimentos. Permitindo assim, que além das dívidas quitadas, sejam financiados investimentos e novas organizações financeiras sejam compostas (MINSKY, 2008, p. 158).

De acordo com Minsky (2008, p. 161) todo excedente gerado é dividido entre salários e lucros, sendo esse último, igual aos investimentos realizados pelas

empresas. A equação “lucros igual a investimentos” torna-se “fundamental para uma macroeconomia que visa determinar o comportamento ao longo do tempo de uma economia capitalista com uma estrutura financeira sofisticada e complexa. Além disso, é o investimento financiado que força o excedente”.

Minsky aponta que, em uma economia multifacetada devem ser evidenciados fatores, como:

[...] a renda familiar que resulta de emprego pelo estado, pagamentos de transferências, salários para despesas gerais e auxiliares, e a propriedade da riqueza (dividendos e juros) financiará a compra de bens de consumo e, assim, gerar lucros. A simples proposição de que lucros são iguais a investimento, e a conexão causal em que o investimento financiado força a economia a operar de forma que os lucros e um excedente são gerados, precisam ser modificados para permitir uma variedade de gastos que leva a uma margem de lucro sobre os custos de produção determinados tecnologicamente e portanto, para lucros e um excedente” (MINSKY, 2008, p. 161).

Minsky apresenta vários modelos, desde um mais simples sem governo, sem setor externo e onde o salários são totalmente gastos em consumo, os lucros são determinados pelo investimento. Paulatinamente, Minsky agrega um sistema com governo, onde os trabalhadores poupam e existe transações com o resto do mundo, em que os lucros são determinados diretamente pelo investimento mais déficit público e exportações líquidas (saldo positivo do balanço comercial) e inversamente relacionado à poupança dos trabalhadores.

Portanto, são muitas as condições capazes de alterar os lucros, como por exemplo, “os preços relativos, o nível monetário de preços, a distribuição de renda, a estabilidade da economia, e os recursos futuros da economia. O investimento é o fator mais variável para determinar o preço em uma economia capitalista simplificada. (MINSKY, 2008, p. 161 e 164).

Reafirmando assim, conforme Bahry e Gabriel (2010, p. 52) que “em um modelo com dois setores, em que trabalhadores consomem todo o seu salário e capitalistas poupam todo o seu lucro, apenas uma variação no nível de investimento pode perturbar um determinado nível de lucros”.

De acordo com a teoria de Minsky, as empresas inclusive lucram com as vendas ao governo. Pois, “somente na medida em que os lucros na produção para o governo aumentarem o *déficit* do governo é que os lucros na produção de bens privados não serão prejudicados” (MINSKY, 2008, p. 166).

Considerando isso, conforme Marcato (2014, p. 45) “o lucro seria determinado pela estrutura de demanda agregada, em uma estrutura mais complexa, o lucro agregado seria igual ao investimento agregado somado aos gastos do governo”.

Sendo assim, para Minsky (2008, p. 167) a influência do governo sobre a economia depende de como os impostos governamentais específicos e seus gastos impactam os preços. E também, de sua dimensão associada ao tamanho da economia.

Para Minsky (2008, p. 167-168) outro fator relevante é a balança comercial, que de mesmo modo interfere nos preços e lucros. Ele afirma que “um déficit comercial absorve lucros e restringe ou reduz o nível de preços doméstico, enquanto que um superávit aumenta os lucros e os preços domésticos. A balança comercial favorável buscada pelas políticas econômicas mercantilistas ajudam a aumentar os lucros ao mesmo tempo em que aumenta os preços”.

Conforme a teoria de Minsky o balanço orçamentário do governo reflete sobre os preços relativos e o lucro agregado. Assim, tanto os impostos, como os lucros são instrumentos para conduzir ao *superávit*. Já os gastos do governo são uma alocação do *superávit*. Para Minsky:

[...] o investimento e os gastos do governo dão o tom da nossa economia porque eles não são determinados pelo modo como a economia está funcionando correntemente. Eles são determinados seja pela política (gastos do governo) ou pelas visões de hoje sobre o futuro (investimento privado). Embora as relações contábeis assegurem que impostos mais lucros são iguais aos gastos do governo mais investimentos, elas não por si mesmas, provas da direção de causalidade. Uma teoria da economia e do processo político é necessária antes da proposição de que a causalidade decorre do investimento e dos gastos do governo para os impostos e lucros possa ser afirmada (MINSKY, 2008, p. 184).

Para Gzvitauksi (2015, p. 83) os gastos do governo são direcionados a inúmeros setores, assim demonstra-se “como é grande a máquina e a inserção governamental numa economia qualquer. Os déficits governamentais, independentemente de sua magnitude, possuem efeitos tais sobre a economia nacional que podem ser utilizados propositadamente para frear uma recessão”.

Portanto, as interferências do governo podem anular uma crise, seja por intermédio do refinanciamento das empresas ou equilibrando os lucros, através do *deficit* fiscal. Assim, o comportamento de um *Big Government* impediria declínios da

economia. Outra figura importante com a finalidade de reduzir ou conter a fragilidade financeira é o *Big Bank*, que pratica empréstimos em última instância, atuando sobre ativos e passivos” (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 39).

Assim, segundo Ono (2005, p. 29) a teoria sustenta que “o governo (*Big Government*) e um banco central ativo (*Big Bank*) são os dois grandes ‘estabilizadores’ necessários ao bom funcionamento da economia, isto é, para a redução da possibilidade de crises financeiras”.

Desse modo, conforme ressalta Marcato (2014, p. 43) “a instabilidade seria inerente ao sistema capitalista, não estando relacionada apenas a choques externos ou a possíveis políticas conduzidas erroneamente. Tal incerteza tenderia a se ampliar, sendo papel das instituições e da política econômica redirecionar a instabilidade à estabilidade”.

## 2.1 COMO SÃO FINANCIADOS OS INVESTIMENTOS

Conforme anteriormente já apresentado, Minsky (2008, p. 184-185) defende que “os lucros agregados dependem do investimento, do déficit do governo, da posição da balança comercial, do consumo financiado por lucros, e da poupança proveniente da renda salarial”.

De acordo com Rolim, Cattan e Antonioli (2016, p. 03) a teoria de Minsky associa o investimento ao financiamento por meio da avaliação de seus passivos. Desse modo, “o balanço contábil de cada unidade reflete, portanto, os compromissos assumidos com o financiamento na forma de passivos (formando um fluxo de saída certo) e o rendimento obtido a partir de seus ativos, na forma de um fluxo de entrada (mas, neste caso, esperado)”.

Diante do exposto, Minsky defende que os fluxos de caixa operacional tem a função de quitar dívidas, impulsionar investimentos e permitir a concepção de novos financiamentos para fomentar novos investimentos, ou seja, esse conceito enfraquece a teoria neoclássica. Pois, “quanto maiores os fluxos de caixa necessários para validar a estrutura de dívida herdada e o ativo de capital, menos válida é a afirmação de que o capitalismo de mercado é eficiente” (MINSKY, 2008, p. 189).

Por fim, a teoria de Minsky (2008, p. 190) estabelece que “uma economia capitalista incorre em problemas quando o comportamento de maximização do lucro não gera dinheiro suficiente para pagar o serviço da dívida e manter o valor dos ativos. Inflação, que aumenta o fluxos de caixa nominal, pode se tornar um instrumento de política para validar dívidas”.

## 2.2 INVESTIMENTO E OS CICLOS ENDÓGENOS AO SISTEMA

De acordo com Minsky (2008, p. 191) “o investimento é o determinante essencial da trajetória de uma economia capitalista: o orçamento do governo, o comportamento do consumo e a trajetória dos salários monetários são secundários”. Ainda que esses possam influenciar a estabilidade financeira.

A hipótese da instabilidade financeira considera o sistema financeiro sofisticado e complexo, e sua evolução decorre de transações de dinheiro presente por dinheiro futuro (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 31). Sendo assim:

[...] a decisão de investir é, também, sempre uma decisão de como será montada a estrutura de passivos de uma unidade financeira e como seu fluxo de caixa se comportará no presente e futuro. Há, nessa análise, de se compreender que as práticas financeiras e as avaliações que definem um investimento estão intrinsecamente ligadas (GZVITAUSKI, 2015, p. 70).

De forma complementar, Minsky justifica ainda que “a política econômica pode afetar a tendência de instabilidade ao afetar o processo de investimento, salários e orçamento do governo, mas dentro de uma estrutura capitalista, a instabilidade não pode ser totalmente erradicada” (MINSKY, 2008, p. 191).

Contudo, o aspecto mais relevante defendido por Minsky é de que a estabilidade da economia deriva de como são financiados os investimentos e as alocações em bens de capital. Isso significa que, a estabilidade provém de fatores endógenos ao sistema, ou seja, de sua própria natureza (MINSKY, 2008, p. 192).

Porém, conforme apresentado por Lourenço (2006, p. 458-459) é importante ressaltar que “essa visão não postula a inexistência de choques exógenos ou a desconsideração de seus impactos; a questão é que eles se tornam desnecessários para formalizar as flutuações das economias capitalistas sofisticadas do ponto de

vista financeiro. Naturalmente, modelos que privilegiem o realismo devem incorporá-los”.

## 2.3 EXPECTATIVAS DOS AGENTES E OS CICLOS ECONÔMICOS

Segundo Minsky (2008, p. 219) “a razão principal pela qual nossa economia se comporta de diferentes maneiras em momentos diferentes é o fato de que as práticas financeiras e a estrutura dos compromissos financeiros mudam”.

Ou seja, consideramos que “assim como as expectativas dos agentes econômicos mudam de acordo com o estágio do ciclo econômico, as relações de balanço econômico-financeiro e contábil se alteram ao longo desse mesmo ciclo” (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 31). Assim, temos que:

[...] as práticas financeiras resultam em compromissos de pagamentos incorporados nos contratos e refletem as condições de mercado e as expectativas que serviam de regra quando foram negociados e assinados. Os compromissos de pagamentos vencem e as dívidas são pagas na medida em que a economia se move ao longo do tempo, e seu comportamento e, particularmente, sua estabilidade mudam à medida que muda a relação entre os compromissos de pagamentos assumidos e os fundos disponíveis para seu pagamento e à medida que evolui a complexidade dos arranjos financeiros (MINSKY, 2008, p. 219).

Diante disso, a teoria explora que a economia é afetada por dois tipos de risco, primeiro, o risco do devedor que decorre da insegurança do empresário sobre os ganhos previstos e também, do aumento de volume de seus ativos. E o outro, sendo o risco do credor, ocasionado pelo risco moral ou insatisfação, que associa os investimentos ao aumento do endividamento (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 33).

Portanto, para a teoria de Minsky “a decisão de investimento, de escolha de ativos, é concomitante à escolha de meios de financiamento, sendo que a combinação entre ambas as decisões definem o grau de vulnerabilidade da economia a mudanças adversas na conjuntura econômica” (PAULA e ALVES JÚNIOR, 2003, não paginado).

## 2.4 AS TRÊS POSTURAS FINANCEIRAS EM MINSKY: *HEDGE*, ESPECULATIVAS E *PONZI*

Minsky (1986), define três tipos de financiamento de posições em ativos. Estas são caracterizadas pela diferença entre os compromissos assumidos no passivo e a receita esperada, originada das quase-rendas provenientes dos ativos de capital. As posturas financeiras são identificadas por: *hedge*, especulativa e *Ponzi*.

Na unidade *hedge*, as quase-rendas são maiores que os compromissos com pagamento de dívidas. Assim temos que, para Minsky:

Unidades com *hedge finance* e seus banqueiros (aqueles que arranjam o financiamento mesmo quando não ficam de posse dos instrumentos utilizados) esperam que o fluxo de caixa oriundo de operações com os ativos de capital (ou a partir dos contratos financeiros possuídos) seja mais que suficiente para a quitação dos compromissos contratuais correntes e futuros. Conseqüentemente, uma unidade *hedge* não pode ter um grande volume de dívidas à vista. As dívidas contingentes, a menos que essas contingências sigam algumas regras atuariais bem conhecidas - como no caso dos seguros -, também não podem ser uma grande parte das obrigações de uma unidade *hedge*. Portanto, um banco comercial não pode ser uma unidade *hedge* (MINSKY, 2008, p. 230).

Sendo assim, de acordo com Bahry e Gabriel (2010, p. 34) *hedge* é “aquela em que a quase-renda esperada da utilização dos ativos de capital é maior do que os seus compromissos financeiros em todos os períodos. Isso implica que essas unidades são capazes de honrar, com seu fluxo de renda, tanto o pagamento do principal (amortizações) como os juros”.

Já para unidades especulativas, suas responsabilidades financeiras são maiores que sua quase renda esperada em alguns momentos, usualmente no curto prazo, embora o contrário possa ocorrer ao longo do tempo.

Deste modo, de acordo com Minsky (2008, p. 230), nas unidades especulativas, é necessário rolar as dívidas que estão vencendo, pois surgem carencias no fluxo de caixa, devido os compromissos com pagamento de principal serem maiores que as receitas sobre o principal no mesmo período.

Isto é, as unidades especulativas “apresentam um fluxo de renda esperada superior apenas ao pagamento dos juros, sendo necessário obterem refinanciamento para saldar o principal desta. Apresentam uma grande

vulnerabilidade em caso de aumento das taxas de juros” (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 34).

A unidade *Ponzi*, por sua vez, conforme é descrita por Bahry e Gabriel (2010, p. 34) “apresenta uma quase renda esperada insuficiente para cumprir até mesmo com o pagamento do juro da dívida, necessitando, assim, de empréstimos para poder rolar os compromissos de suas dívidas. Os agentes que possuem finanças Ponzi esperam que o valor presente de suas receitas líquidas sejam maiores do que seus compromissos ao considerar um prazo mais longo”.

Assim, considerando os investimentos de uma instituição, temos que “seu processo de financiamento e validação (primeiramente por financiamentos externos e então pelo ganho de quase-rendas) são pontos-chave no desempenho de nossa economia” (MINSKY, 2008, p. 239).

Desse modo, conforme Conceição (2009, p. 318) a teoria de Minsky argumenta que “se o financiamento *hedge* predomina então a economia pode muito bem ser um sistema que tende e mantém o equilíbrio. Em contraste, quanto maior o peso das finanças especulativas e Ponzi, maior a probabilidade da economia ser um sistema amplificador de desvios”.

E ainda, empresas as quais se expõem excessivamente ao risco em uma fase de expansão econômica, podem vir a sofrer perdas significativas em sua carteira, e conseqüentemente, também com redução de crédito (TEIXEIRA e TIRYAKI, 2017, p. 12).

Contudo, segundo Rolim, Cattán e Antonioli (2016, p. 06) a teoria de Minsky “destaca que não é a situação da empresa isolada que eleva o risco sistêmico na economia, mas a relação do conjunto das entidades que atuam no sistema financeiro e suas distintas posições no tempo que podem levar ao desenvolvimento de crises endógenas”.

A hipótese da instabilidade financeira, de acordo com Conceição (2009, p. 311) “era o complemento necessário para a teoria de ciclos econômicos de Keynes baseada em flutuações no investimento privado”. Sendo que, esses ciclos transitam entre:

[...] períodos de tranquilidade, os quais são rompidos por *booms* de investimento, aceleração inflacionária, crises monetárias e financeiras e deflações de dívidas. A instabilidade emerge quando um período de crescimento relativamente tranquilo é transformado em boom especulativo”.

Sendo assim, uma economia financeiramente tênue e susceptível a crises (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 39).

Assim, temos que “o aumento da fragilidade financeira é produzido por um lento e imperceptível processo de erosão nas margens de segurança das firmas, que tendem a se endividarem cada vez mais no decorrer do processo de crescimento econômico” (PAULA e ALVES JÚNIOR, 2003, não paginado).

E ainda, podemos acrescentar que as instituições financeiras são fundamentais nesse processo, tornando-se um ‘desestabilizador endógeno’ ao sistema (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 36).

Portanto, de acordo com Minsky (2008, p. 245) “o resultado de uma contração é determinado por características estruturais e pela política. Contudo, as tendências em direção às finanças especulativas e ao financiamento do investimento por meio de dívidas são por si mesmas o resultado de uma estrutura institucional e de expectativas das políticas”.

A partir da proposta analisada neste capítulo e embasado na teoria da Instabilidade Financeira desenvolvida por Minsky, o próximo capítulo tem por objetivo dar uma visão mais conjuntural sobre o cenário econômico brasileiro vivido entre os anos de 2010 a 2019, para, posteriormente analisar o desempenho das empresas, especialmente industriais, no mesmo período.

### 3 CENÁRIO BRASILEIRO – 2010 A 2019

No capítulo que se segue, será apresentado o panorama político-econômico geral do Brasil nos anos em que este trabalho está inserido, para, posteriormente relacionar como as decisões governamentais e o contexto geral da economia influenciaram no desempenho e nos indicadores econômicos e financeiros das empresas, principalmente para o caso das indústrias, entre os anos de 2010 a 2019.

De acordo com os dados divulgados pelo IBGE, o gráfico 1, a seguir apresenta o PIB *per capita* do Brasil no período de 2010 a 2019.

GRÁFICO 1 – PIB *PER CAPITA* DO BRASIL (%)



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2021).

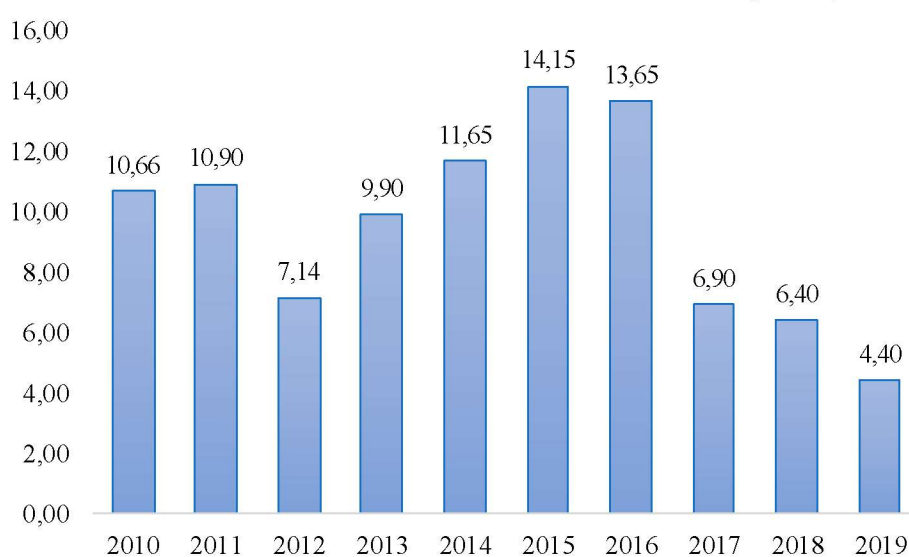
Conforme os dados apresentados temos um grande crescimento econômico de 7,5% em 2010, seguido de uma desaceleração nos anos consecutivos até 2014. Em 2015, o Brasil teve seu pior índice, uma recessão originou uma crise na qual atingiu o valor de -3,5%, continuando negativo no ano seguinte. Nos anos de 2017, 2018 e 2019 foi identificada um leve crescimento positivo, porém não chegando a marca dos 2% a.a.

Outro indicador importante para avaliarmos o cenário econômico é a taxa juros, e como ele influenciou no aumento das despesas financeiras das empresas e na reestruturação dos seus passivos.

No Brasil, temos a taxa básica de juros denominada SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia), correspondendo como “principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central do Brasil (BC) para controlar a inflação” (BC, 2020). Ela é definida pelo Comitê de Política Monetária do BC (Copom).

De acordo com os dados publicados pelo Banco Central do Brasil, o gráfico 2 apresenta a taxa Selic para o período em estudo.

GRÁFICO 2 – TAXA MÉDIA DIÁRIA DE JUROS SELIC NO BRASIL (% a.a.)



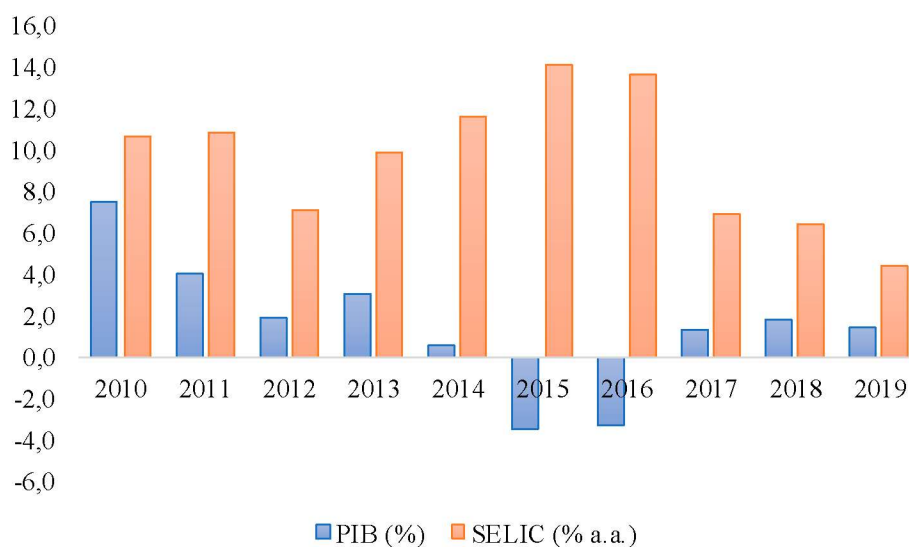
FONTE: Elaboração própria a partir de dados do BC (2021).

Assim, temos que em 2010 a taxa 10,66% teve uma redução e atingiu 7,14% em 2012, crescendo nos anos consecutivos até atingir o ápice em 2015, com 14,15%.

Nos anos seguintes segue uma tendência de queda, atingindo o patamar mínimo de 4,40% no ano de 2019. Se comparada a média do período de 9,58%, a taxa Selic teve uma queda considerável de aproximadamente 50% no seu valor.

Sendo assim, o gráfico 3 abaixo nos permite fazer um comparativo entre esses dois importantes indicadores no cenário brasileiro.

GRÁFICO 3 – COMPARATIVO PIB X SELIC



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE; BC (2021).

Portanto, se compararmos esses dois parâmetros, no período percebe-se que na medida que a taxa Selic cresceu e atingiu seu maior índice em 2015 o crescimento econômico no Brasil seguiu na tendência oposta, atingindo -3,5% no mesmo período, no entanto, não são associadas a causa e efeito, pois existem outros diversos fatores que são determinantes para esses indicadores. Já nos anos seguintes, houve um tênue crescimento econômico no Brasil e, em contrapartida, uma queda na taxa de juros.

A economia brasileira é caracterizada por vivenciar ciclos econômicos e conforme apresentado no gráfico 1, no período analisado, este cenário se repete.

Em 2010, temos um grande crescimento econômico, de 7,5%, que foi uma rápida recuperação da crise financeira internacional de 2008. Esta recuperação foi possível, em grande parte, devido a resposta do governo, que:

Na ocasião, o governo Lula respondeu com uma grande variedade de instrumentos, incluindo: medidas de reforço à liquidez do setor bancário; linha temporária de crédito para as exportações; intervenções do Banco Central do Brasil (BCB) no mercado cambial; estímulo à expansão do crédito por parte dos bancos públicos; redução do IPI para automóveis, eletrodomésticos e produtos de construção; aumento do período de concessão do seguro-desemprego; e criação de um programa de construção de moradia popular (“Minha Casa, Minha Vida”).<sup>2</sup> A nota destoante foi a manutenção da taxa de juros elevada por parte do BCB na gestão Henrique Meirelles até janeiro de 2009, contrastando com a política fiscal anticíclica e a política creditícia dos bancos públicos (PAULA, PIRES, 2017, p. 127).

Outras medidas anticíclicas fundamentais para retomada o crescimento econômico em 2010, e que minimizaram o impacto da crise, foi a decisão do governo de manter aumento do salário mínimo e os programas de transferências de renda por meio dos programas sociais, além de continuar inalteradamente com os programas de expansão dos investimentos públicos, por meio do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC. Com essas medidas, o governo conseguiu preservar as expectativas, e recompor a confiança dos agentes.

Em 2011, tivemos a mudança de governo e o início do governo Dilma, que adotou políticas econômicas contracionistas, para reduzir a demanda agregada e conter a inflação, como o aumento da taxa de juros e a definição de metas fiscais nos níveis observados antes da crise de 2008 (PAULA; PIRES, 2017, p. 129).

O cenário internacional entre 2010 e 2014 desacelerou gradualmente, a taxa de crescimento médio da economia mundial comprimiu de 5,1% em 2010 para 3,1% em 2014. O prolongamento e a piora da crise entre os países desenvolvidos (crise do Euro) e a preocupação com o seu agravamento conduziram um cenário internacional incerto.

Diante disso, entre 2010 e 2014, o governo apostou em medidas políticas econômicas monetárias para evitar o risco de crises financeiras, como a redução significativa na taxa Selic (de 12,5% em 2011, para 7,5% em 2012) e uma desvalorização cambial, e que, adicionada as isenções fiscais seriam capazes de fomentar a oferta e a demanda agregada de bens. No entanto, apesar de o governo ter reagido, essas políticas não foram eficazes para conter a desaceleração econômica a partir de 2011 e dos anos seguintes, que desaceleraram consecutivamente até 2014. O mau desempenho da formação bruta de capital fixo foi um fator determinante para a desaceleração da economia neste período.

Em 2015, conforme Paula e Pires (2017, p. 123), a deterioração dos termos de troca, o ajuste fiscal, crise hídrica, desvalorização da moeda, o aumento da taxa de juros Selic, o aumento do desemprego, a queda da renda, a contração do mercado de crédito e a redução dos investimentos públicos contribuíram para reduzir ainda mais o crescimento econômico, que em 2015 teve seu pior índice, entrou recessão e o PIB atingiu o valor de -3,5%, continuando negativo no ano seguinte. A taxa de câmbio quase duplicou desde meados de 2014 e final de 2015) e o IPCA passou de 6,4% a.a. em 2014 para 10,7% a.a. em 2015.

Em 2015, o governo Dilma Rousseff alterou as políticas econômicas, e o principal objetivo foi implementar um ajuste fiscal, especialmente para as despesas públicas, que eram dadas como fundamentais para retomar a confiança dos agentes necessária para recuperação da economia.

Para esse propósito, o governo estabeleceu uma meta inicial de superávit primário de 1,2% do PIB, e implementou um conjunto de medidas para reduzir os gastos públicos (principalmente via contingenciamento), reajustou de forma acelerada preços monitorados (energia e petróleo), enquanto o BCB, que já estava implementando uma política monetária restritiva desde abril de 2013, aumentou ainda mais a taxa de juros Selic em face do aumento na inflação (PAULA, PIRES, 2017, p. 133).

A expectativa era de que a economia poderia crescer em 0,8% em 2015, no entanto, conforme a situação econômica foi piorando e o desempenho das receitas decepcionava, o governo federal reduziu suas despesas para atender a legislação fiscal. O governo precisou rever a meta fiscal continuamente, e em um montante que se mostrou insuficiente para acomodar a queda adicional de receitas. O resultado fiscal primário piorou de -0,6% do PIB em 2014 para -1,9% do PIB em 2015, enquanto o resultado fiscal nominal caiu bruscamente para -10,2% do PIB, propiciando piora no déficit primário e uma elevação no serviço da dívida (PAULA; PIRES, 2017, p. 133 e 134).

Em 2015 o cenário político era tenso, prejudicava a revisão e aprovação de medidas importantes de políticas econômicas, as expectativas dos agentes eram contaminadas e o resultado foi de uma contração significativa sobre o crescimento da economia.

Em 2016, Nelson Barbosa, anunciou as medidas que seriam tomadas para o ano:

[...] estabelecimento de um limite para o crescimento dos gastos de custeio e de pessoal (criação de um teto para folha de pagamentos), recriação da CPMF, desvinculação de parte das receitas fiscais, simplificação do sistema tributário (PIS/Cofins) e reforma da previdência (cuja proposta não chegou a ser apresentada) (PAULA, PIRES, 2017, p. 134).

Apesar disso, neste ano, se quer foi possível implementar as ações proposta na agenda política, devido a disseminação da crise política instaurada (PAULA; PIRES, 2017, p. 134).

Em resumo, temos que a economia brasileira, após um período de grande crescimento no ano de 2010, foi acompanhada de “um processo de melhoria na

distribuição de renda e na pobreza, contraiu abruptamente a partir de 2014, vindo a sofrer uma forte e prolongada recessão em 2015-2016, com uma taxa de crescimento do PIB média negativa”. Porém, nos anos seguintes o Brasil vem demonstrando uma gradual recuperação (PAULA e PIRES, 2017, p. 125).

## 4 ANÁLISE EMPÍRICA DOS DADOS

O objetivo deste estudo é analisar o desempenho das empresas não financeiras, com especial foco na Indústria, partindo de diferentes indicadores de liquidez e endividamento e a sua relação com a teoria da Hipótese da Instabilidade Financeira, de Hyman P. Minsky. O período analisado foi de 2010 até 2019 e tomou por base de dados uma série de estudos divulgados pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI).

A análise empírica dos dados foi estruturada e dividida em duas unidades de tempo para abranger um maior período, pois os dados disponíveis eram de diferentes amostras. A primeira unidade foi composta por uma série de dados de 2010 a 2017, e a segunda foi baseada em um conjunto de dados que abrangem o período de 2014 a 2019.

As informações foram retiradas pelo IEDI, das contas contábeis e dos demonstrativos de resultados das companhias. Ao todo, inclui os macros setores da indústria, comércio, serviços e agropecuária.

Para uma análise mais precisa, fez-se necessário a exclusão dos dados da Petrobras e da Vale, devido ao seu grande poder representativo e de suas receitas financeiras no mercado, podendo distorcer a realidade das demais no cenário brasileiro, sendo que, dois terços dos investimentos previstos para o Brasil nos anos de 2018 a 2021 originou-se da Petrobras e Vale.

### 4.1 EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2010 – 2017

A pesquisa utilizou-se dos balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados das companhias de capital aberto para todo o período de 2010 a 2017. No total foram pesquisadas 293 empresas (Tabela 1), com receita líquida, em média, equivalente a um percentual próximo a 30% do PIB, uma amostra bastante significativa para a economia brasileira, conforme demonstrado na Tabela 2.

TABELA 1 – NÚMERO DE EMPRESAS DOS MACROSSETORES 2010-2017

| Macrossetores                  | Número de Empresas |
|--------------------------------|--------------------|
| Indústria                      | 133                |
| Indústria sem Petrobras        | 132                |
| Indústria sem Petrobras e Vale | 131                |
| Serviços                       | 136                |
| Serviços sem energia           | 82                 |
| Comércio                       | 20                 |
| Agropecuária                   | 4                  |
| <b>TOTAL</b>                   | <b>293</b>         |

FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

TABELA 2 – PESO DA AMOSTRA DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS - RECEITA LÍQUIDA EM % DO PIB

| Período | Produto Interno Bruto<br>(valores nominais em BRL milhões) | Receita Líquida<br>em % do PIB |
|---------|--|--------------------------------|
| 2010    | 3.885.847  | 28,7                           |
| 2011    | 4.376.382  | 29,2                           |
| 2012    | 4.814.759  | 29,8                           |
| 2013    | 5.331.618  | 28,4                           |
| 2014    | 5.778.953  | 28,9                           |
| 2015    | 5.995.786  | 29,7                           |
| 2016    | 6.259.228  | 28,1                           |
| 2017    | 6.559.940  | 27,6                           |

FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE, Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras, (2021).

O contexto político-econômico brasileiro no qual o estudo está inserido, é um período que a economia brasileira vivenciou as fases características do ciclo de investimento. Uma rápida recuperação em 2010, após a retração da economia em 2009, consequência da crise financeira internacional em 2008, mas que não se sustentou nos anos seguintes.

Entre 2011 e 2014 a economia teve uma média de crescimento baixa, alternando resultados moderados ou desfavoráveis. Já em 2015, a economia brasileira entrou em forte recessão que se prolongou por 2016, retomando o crescimento ainda bastante moderado apenas em 2017.

Este foi o contexto base para determinar o desempenho econômico das empresas neste período, em que o endividamento aumentou significativamente e os investimentos e a rentabilidade das empresas brasileiras se retraíram, com uma pequena recuperação ao final do período aqui analisado.

TABELA 3 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCROS E MARGEM OPERACIONAL DOS MACROSSETORES 2010-2017 EM %

| Macrossetores                         | Margem Líquida de Lucro |             |            |            |            |             |            |            | Margem Operacional |             |             |             |             |            |             |             |
|---------------------------------------|-------------------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
|                                       | 2010                    | 2011        | 2012       | 2013       | 2014       | 2015        | 2016       | 2017       | 2010               | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015       | 2016        | 2017        |
| Indústria                             | 14,1                    | 12,4        | 5,4        | 4,5        | 0,3        | -6,5        | 1,4        | 4,0        | 19,9               | 18,8        | 10,0        | 12,8        | 5,4         | 1,3        | 9,0         | 13,1        |
| Indústria sem Petrobras               | 13,0                    | 11,8        | 4,4        | 3,0        | 3,6        | -4,7        | 3,8        | 5,4        | 19,3               | 19,1        | 9,4         | 13,5        | 11,3        | 3,6        | 10,1        | 13,0        |
| <b>Indústria sem Petrobras e Vale</b> | <b>8,5</b>              | <b>6,2</b>  | <b>3,3</b> | <b>3,5</b> | <b>4,0</b> | <b>1,4</b>  | <b>2,4</b> | <b>3,7</b> | <b>13,5</b>        | <b>11,8</b> | <b>8,2</b>  | <b>9,9</b>  | <b>10,0</b> | <b>8,3</b> | <b>7,8</b>  | <b>10,0</b> |
| Serviços                              | 12,9                    | 11,5        | 5,8        | 7,1        | 5,2        | 1,1         | 6,6        | 5,1        | 22,4               | 21,5        | 13,2        | 15,4        | 15,1        | 11,5       | 19,3        | 14,9        |
| Serviços sem energia                  | 14,6                    | 11,4        | 11,2       | 10,6       | 5,2        | 1,7         | 5,6        | 6,6        | 23,8               | 21,6        | 21,5        | 20,6        | 17,7        | 16,9       | 18,2        | 17,3        |
| Comércio                              | 3,3                     | 2,0         | 2,4        | 2,8        | 2,1        | 0,5         | 0,3        | 0,8        | 7,4                | 5,8         | 6,4         | 7,0         | 6,8         | 4,5        | 5,2         | 5,0         |
| <b>Total</b>                          | <b>12,9</b>             | <b>11,2</b> | <b>5,2</b> | <b>5,0</b> | <b>1,9</b> | <b>-3,6</b> | <b>2,9</b> | <b>4,0</b> | <b>19,7</b>        | <b>18,3</b> | <b>10,6</b> | <b>12,9</b> | <b>8,3</b>  | <b>4,6</b> | <b>11,8</b> | <b>12,9</b> |

FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

De acordo com a Tabela 3, em 2010, o Brasil vivenciou um momento de superação da crise internacional de 2008. Os indicadores de liquidez eram favoráveis, o total da amostra das empresas atingiu 12,9% de margem líquida de lucro e 19,7% de margem operacional, ao mesmo tempo em que a indústria, excluídas Petrobras e Vale, alcançou 8,5% e 13,5% de margem líquida e operacional, respectivamente.

A relação de endividamento líquido e capital próprio era de 51,7%, enquanto para a indústria sem Petrobras e Vale foi de 62,1%. As empresas tinham capacidade de honrar seus empréstimos, tinham baixa exposição do fluxo de caixa frente aos serviços da dívida, sendo capazes de honrar 3,2 vezes o volume dos seus custos financeiros.

Conforme a teoria de Minsky, neste momento o Brasil estava vivenciando a fase *hedge*, em que praticamente a renda esperada da utilização dos ativos de capital é superior os seus compromissos financeiros em todos os períodos.

Neste ano, o Brasil reverteu rapidamente a queda brusca de 2009 e retomou o seu crescimento, notavelmente uma resposta positiva as várias medidas políticas econômicas adotadas pelo governo Lula, dentre elas, fomento ao do crédito por parte dos bancos públicos; disponibilização de linha temporária de crédito para as exportações; intervenções do BC no mercado cambial; aumento do tempo de seguro-desemprego; e criação do programa "Minha Casa, Minha Vida" (PAULA; PIRES, 2017, p. 127).

Reafirmando a teoria de Minsky, que interferências do governo podem anular uma crise, preservando as mudanças das expectativas dos empresários.

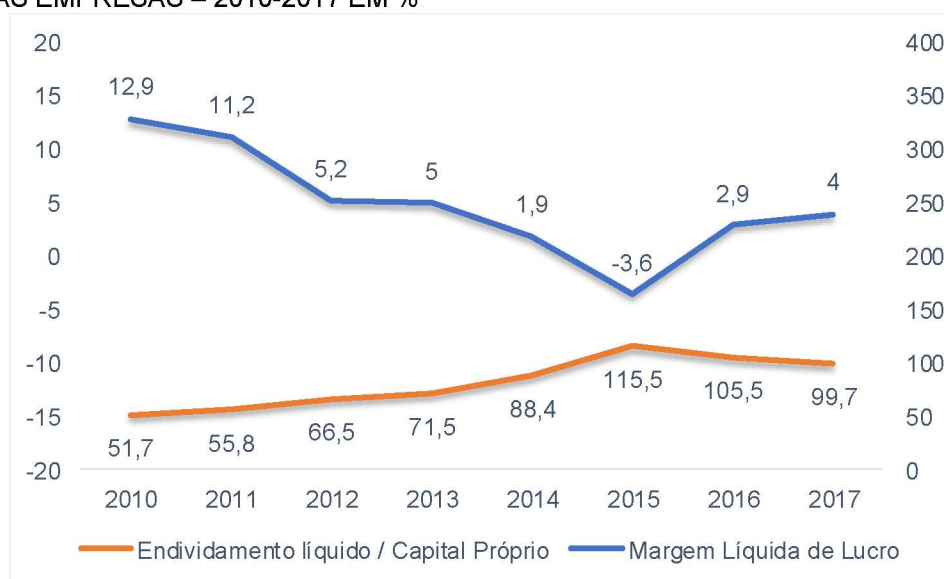
Os bons resultados gerados neste período, fez com que os empresários começassem a tomar maiores riscos, buscando investimento através do aumento do nível de endividamento, neste momento desejado, a fim de obterem maiores lucros.

Dessa maneira, começa-se perceber o início do comprometendo da estabilidade econômica.

Os anos seguintes foram de oscilações, de 2011 a 2014, o cenário internacional era de muita incerteza, o prolongamento da crise entre os países desenvolvidos, a preocupação com o seu agravamento, e as mudanças nas estratégias de política econômica de redução do investimento das administrações públicas foram algumas das possíveis variáveis que afetaram as expectativas dos agentes econômicos e iniciaram um período de maior fragilidade na economia.

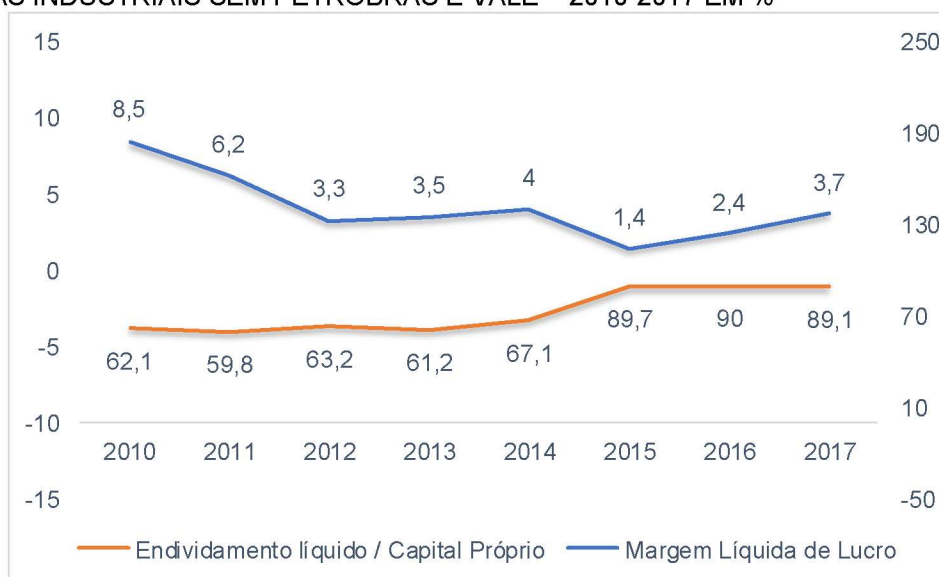
Conforme mostrado no gráfico 1, o PIB em 2011 e 2013 teve variações de 4% e 3%, demonstrando um baixo crescimento, e em 2012 e 2014 variações de 1,9% e 0,5% respectivamente, resultando um crescimento insatisfatório.

GRÁFICO 4 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCRO E INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO: TOTAL DAS EMPRESAS – 2010-2017 EM %



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

GRÁFICO 5 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCRO E INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO:  
EMPRESAS INDUSTRIAIS SEM PETROBRAS E VALE – 2010-2017 EM %



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

Os gráficos 4 e 5 mostram que a margem líquida de lucro das empresas caiu gradualmente de 2011 a 2014, comparado o início do período a 2014, houve uma queda de 85%, chegando à margem de 1,9%, enquanto para o setor industrial, excluindo Petrobras e Vale, a redução foi de um pouco mais de 50%, partindo de 8,5% em 2010 para 4,0% em 2014. As margens operacionais das empresas também foram afetadas, com queda de aproximadamente 58%. O endividamento líquido oneroso sobre o capital próprio aumentou para 88,4% para o total das companhias e 67,1% para a indústria sem Petrobras e Vale em 2014.

É possível perceber que uma trajetória de fragilização dos balanços patrimoniais das empresas, com a queda da rentabilidade dos investimentos, elevação do nível de endividamento, e o aumento das despesas financeiras junto com a redução da capacidade das empresas honrarem os custos financeiros, iniciado antes mesmo da recessão econômica em 2015.

De acordo com a teoria de Minsky, nos anos de 2011 a 2014 as empresas estavam se tornando unidades especulativas.

Em 2015 a economia brasileira entrou em forte recessão, que se estendeu para 2016, o PIB retrocedeu 3,5% em ambos os anos.

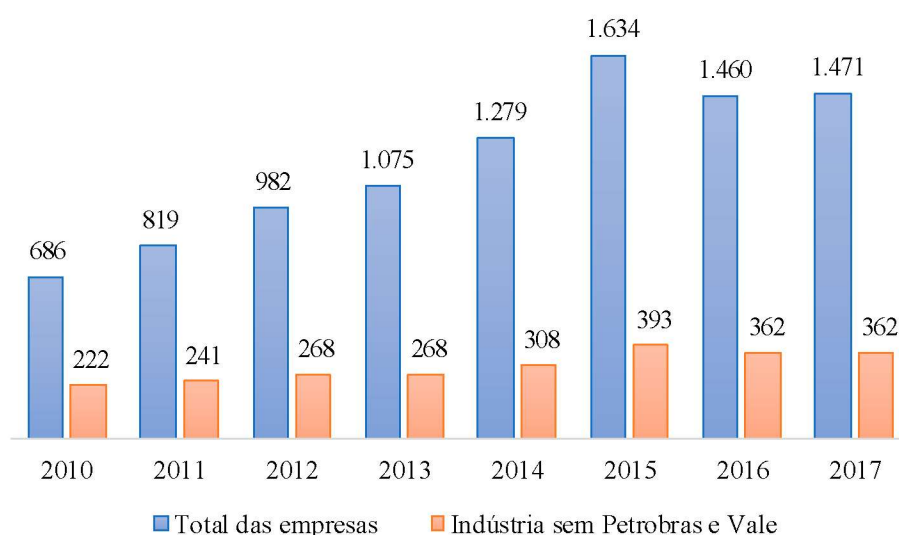
As empresas ficaram vulneráveis e atingiram os piores resultados do período, a margem líquida de lucro total das empresas ficou negativa pela primeira vez e atingiu -3,6%, já o setor industrial, excluindo Petrobras e Vale, apesar de não

ter chegado ao prejuízo, a redução foi de 84% comparada a 2010, chegando a ao patamar de 1,4%.

O endividamento líquido oneroso sobre o capital próprio aumentou para 115,5% para o total das companhias e próximo de 90% para a indústria sem Petrobras e Vale em 2015, conforme mostram os gráficos 4 e 5.

O endividamento bancário somou R\$ 1,6 trilhão em 2015, foi o ano com o maior volume de dívidas do período analisado, com um aumento de aproximadamente 140% se comparado a 2010, ao mesmo tempo que para as empresas industriais (sem Petrobras e Vale), o endividamento bancário atingiu o patamar de quase R\$ 400 bilhões, um aumento de 77% em relação ao período inicial, demonstrado a seguir, no gráfico 6.

GRÁFICO 6 – ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO EM BILHÕES DE REAIS

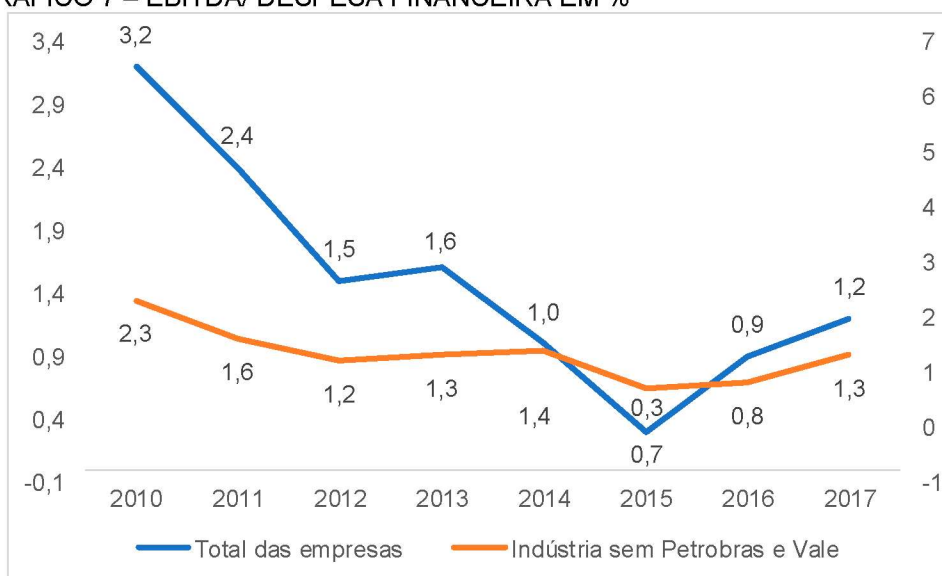


FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

O cenário geral da economia neste período, foi decisivo para o desempenho empresarial, as empresas rapidamente sentiram os impactos da forte desvalorização do real, da elevação das taxas de juros e os efeitos negativos sobre seus demonstrativos de resultados.

Em 2015, a geração de caixa obtida através do lucro operacional (EBITDA) não era mais suficiente para cobrir as despesas financeiras, cobrindo apenas 30% das despesas financeiras brutas para o total das empresas, e 70% para o setor industrial, excluindo Petrobras e Vale, frente a 100% e 140% respectivamente em 2014, apresentado no gráfico 7.

GRÁFICO 7 – EBITDA/ DESPESA FINANCEIRA EM %

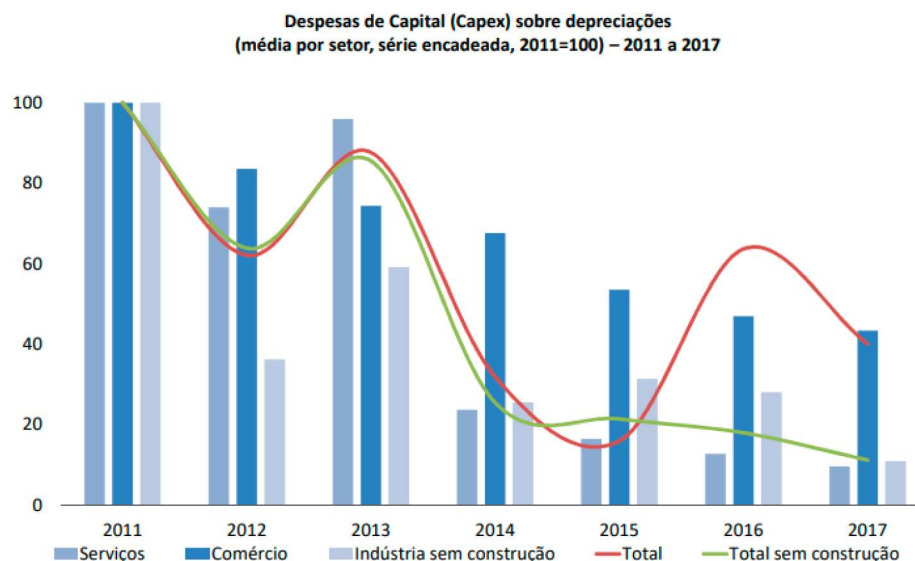


FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

Neste cenário, as empresas começaram a buscar alternativas para reduzir os impactos negativos sobre suas contas, e responderam com posturas ainda mais defensivas, para isso, foram feitos cortes nos investimentos, renegociações das dívidas, redução nas despesas e vendas de ativos para cobrir as necessidades de liquidez e fazer frente as despesas das dívidas captadas para financiar os investimentos realizados no momento de ascensão econômica, que foi agravado com o aumento da taxa de juros, que atingiu o patamar de 14,15% neste ano.

No gráfico 8, observamos que nível de investimento em capital fixo passou por flutuações nos anos que antecederam a recessão, e caiu drasticamente em 2014, atingindo o menor patamar em 2015. As empresas precisavam diminuir o alto nível de endividamento e amenizar suas despesas financeiras, por isso, como resposta a recessão buscaram liquidar os seus ativos e mantê-los em recursos líquidos, postergando então a decisão de investir.

GRÁFICO 8 – DESPESAS DE CAPITAL (CAPEX) SOBRE DEPRECIações (MÉDIA POR SETOR, SÉRIE ENCADEADA, 2011=100) – 2011 A 2017



FONTE: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IED, (2018).

A partir de 2016, é possível observar uma melhora nos indicadores, ainda que insatisfatório, quando comparada ao ano anterior. A margem de lucro líquido deixou de ser prejuízo, partindo de -3,6% para 2,9% para a totalidade das empresas, e de 1,4% para 2,4% para o setor industrial, excluindo Petrobras e Vale.

A redução da taxa básica de juros e a valorização do real frente ao dólar contribuíram em grande parte para esse cenário, gerando menor impacto de variação cambial e reduzindo as despesas financeiras sobre as contas patrimoniais.

No entanto, as empresas continuavam muito fragilizadas no seu passivo financeiro, com o grande desafio de diminuir seus níveis de endividamentos líquido oneroso sobre o capital próprio, mesmo com a modesta recuperação, de 105,5% em 2016 frente a 115,5% em 2015 (90,0% versus 89,7% para a indústria sem Petrobras e Vale), o endividamento ainda estava extremamente elevado, atingindo mais que o dobro quando comparado ao período inicial que era de 51,7%. A geração de caixa obtida através do lucro operacional (EBITDA) ainda não era capaz de cobrir as despesas financeiras, cobrindo apenas 90% para o total das empresas e 80% para o setor industrial, excluindo Petrobras e Vale.

Já no ano seguinte, em 2017, apesar de ter sido um ano de recuperação econômica, o crescimento foi baixo e bastante vulnerável. O endividamento permaneceu elevado, com uma pequena melhora, de 105,5% em 2016 para 99,7%

em 2017 para a totalidades das empresas, e de 90,0% para 89,1 para o setor industrial sem Petrobras e Vale).

A margem de lucro líquido aumentou de 2,9% para 4,0% para a totalidade das empresas, chegando também próximo de 4,0% para o setor industrial, excluindo Petrobras e Vale.

A redução da taxa de juros, ainda que muito alta, a baixa na inflação e a valorização do real em 2017 foram as principais variáveis que contribuíram para redução das despesas financeiras e conseqüentemente ajudaram na retomada de crescimento da margem de lucro líquido, ainda que muito distante do nível de 2010.

A geração interna de lucros atingiu o índice de 1,3 em 2017 para o setor industrial, excluindo Petrobras e Vale e 1,2 para o total das empresas, isto é, a cobertura da despesa financeira bruta pelo lucro operacional foi capaz de honrar seus compromissos financeiros com uma margem de 30% e 20% respectivamente, patamar que não atingia desde 2014.

Conforme visto no gráfico 8, a tendência de redução dos gastos com investimentos não foi interrompida com o final da recessão em 2017, especialmente para o setor industrial, mostrando que ainda existiam obstáculos a serem superados para a retomada de um ciclo de investimento.

Ainda que 2017 tenha tido um crescimento baixo, foi um ano muito importante para reduzir a fragilidade financeira das empresas e dar fim a tendência de recessão econômica iniciada em 2014. Apesar disso, é relevante ressaltar que mesmo com a melhora nos indicadores empresariais apresentados acima, estes foram acanhados e até mesmo insuficientes para retomar um crescimento sustentável, estando ainda distante da retomada definitiva do crescimento econômico.

#### 4.2 EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2014 – 2019

O segundo período do estudo compreende os anos de 2014 a 2019, no qual iremos analisar um conjunto de dados de 226 empresas não financeiras de capital aberto. O enfoque será nos anos que não foram englobados na seção anterior, 2018 e 2019, e do mesmo modo, ao setor industrial excluídas Petrobras e Vale, somando 118 empresas, conforme descrito na tabela 4, abaixo.

TABELA 4 – NÚMERO DE EMPRESAS DOS MACROSSETORES 2014-2019

| Número de empresas dos setores |                    |
|--------------------------------|--------------------|
| Macrossetores                  | Número de Empresas |
| Indústria                      | 120                |
| Indústria sem Petrobras        | 119                |
| Indústria sem Petrobras e Vale | 118                |
| Serviços                       | 88                 |
| Serviços sem energia           | 53                 |
| Comércio                       | 14                 |
| Agropecuária                   | 4                  |
| <b>TOTAL</b>                   | <b>226</b>         |

FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

Conforme visto no item 3, o cenário político-econômico no Brasil e no mundo, no período analisado, foi de muita instabilidade e incertezas, abrangeu períodos eleitorais tensos, recessões econômicas, desvalorização cambial e elevações de juros.

Estes fatores não contribuíram para uma trajetória prospera do crescimento econômico, ao contrário, dificultaram a retomada do investimento produtivo. É possível identificar os efeitos deste quadro político-econômico de incertezas e turbulências nos balanços patrimoniais das empresas, que apresentaram níveis de indicadores financeiros insatisfatórios.

Após ao pior momento da crise, 2015 e 2016, que apresentou perdas significativas nos balanços patrimoniais das empresas, é possível identificar uma gradativa melhora nos indicadores financeiros, ainda que acanhada, até o ano de 2018.

Já em 2019, é notório a redução da velocidade na retomada da rentabilidade e na ampliação do endividamento, conforme será apresentado nos dados a seguir.

TABELA 5 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCROS E MARGEM OPERACIONAL DOS MACROSSETORES 2014-2019 EM %

| Macrossetores                  | Margem Líquida de Lucro |             |            |            |            |            | Margem Operacional |            |             |             |             |             |
|--------------------------------|-------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                | 2014                    | 2015        | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2014               | 2015       | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        |
| Indústria                      | 1,3                     | -5,8        | 1,0        | 3,5        | 6,2        | 5,0        | 6,4                | 1,8        | 8,6         | 12,6        | 14,6        | 12,3        |
| Indústria sem Petrobras        | 5,1                     | -3,6        | 3,3        | 4,9        | 5,8        | 2,3        | 12,9               | 4,4        | 9,7         | 12,3        | 13,0        | 7,7         |
| Indústria sem Petrobras e Vale | <b>5,8</b>              | <b>2,7</b>  | <b>1,8</b> | <b>3,0</b> | <b>3,4</b> | <b>3,6</b> | <b>11,8</b>        | <b>9,3</b> | <b>7,2</b>  | <b>9,1</b>  | <b>9,6</b>  | <b>8,8</b>  |
| Serviços                       | 7,9                     | 6,0         | 8,3        | 7,7        | 10,3       | 10,2       | 16,0               | 15,2       | 19,1        | 16,7        | 18,4        | 19,0        |
| Serviços sem energia           | 7,3                     | 5,4         | 8,1        | 9,3        | 12,5       | 10,1       | 13,9               | 15,7       | 18,2        | 18,3        | 20,6        | 20,3        |
| Comércio                       | 2,7                     | 1,1         | 0,9        | 2,0        | 2,9        | 2,3        | 7,4                | 5,1        | 6,1         | 6,2         | 6,2         | 5,5         |
| <b>Total</b>                   | <b>2,8</b>              | <b>-2,5</b> | <b>2,6</b> | <b>4,4</b> | <b>6,9</b> | <b>6,0</b> | <b>8,5</b>         | <b>5,1</b> | <b>10,8</b> | <b>13,0</b> | <b>14,8</b> | <b>13,3</b> |

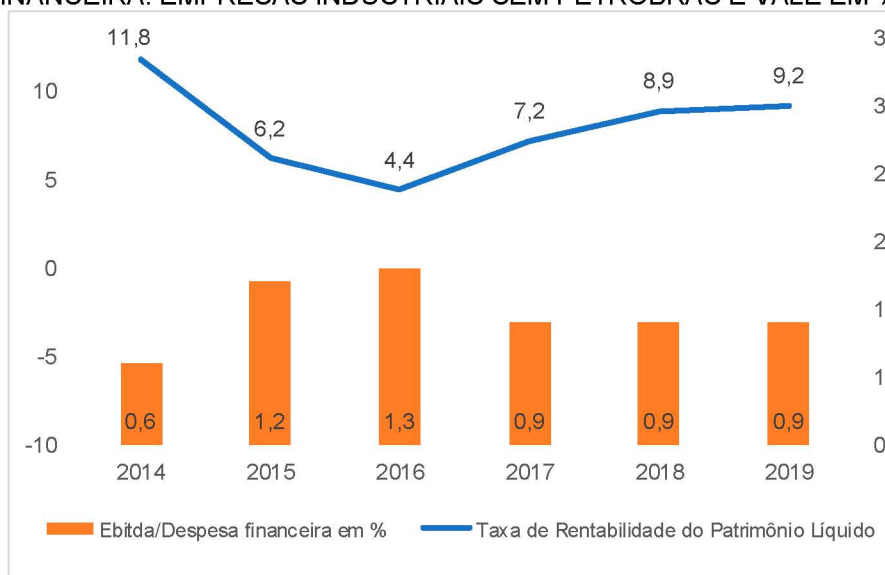
FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

De acordo com a tabela 5, a margem líquida de lucro para indústria, excluídas o feito das gigantes do setor (Petrobras e Vale), desacelerou pela metade se comparada ao ano anterior, crescendo apenas 0,2% de 2018 para 2019. Assim também ocorreu com o total de empresas, as quais tiveram uma queda considerável de 6,9% para 6,0% no mesmo período.

Já a margem operacional apresentou perda de capacidade na geração de lucros operacionais das companhias, pois houve uma redução de 9,6% para 8,8%, retomando um patamar abaixo ao do ano de 2017. O total das empresas da amostra também não apresentou resultados favoráveis no mesmo período, a margem operacional encolheu de 14,8% para 13,3%.

Para o setor industrial, sem Petrobras e Vale, a margem líquida de lucro continuou em crescimento, mesmo que a margem operacional tenha apresentado perdas, mostrando que o esforço das empresas em reestruturar os seus passivos gerou redução no tamanho das suas despesas financeiras. As empresas aproveitaram o momento de queda da taxa de juros para renegociar e buscar novas alternativas de empréstimos.

GRÁFICO 9 – TAXA DE RENTABILIDADE LÍQUIDA DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO E EBITDA/ DESPESA FINANCEIRA: EMPRESAS INDUSTRIAIS SEM PETROBRAS E VALE EM %



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

No gráfico 9, ainda que esteja havendo uma recuperação da rentabilidade líquida, que em 2019 atingiu o patamar de 9,2%, é ainda menor aos 11,8% do ano de 2014, período anterior ao da crise de 2015-2016.

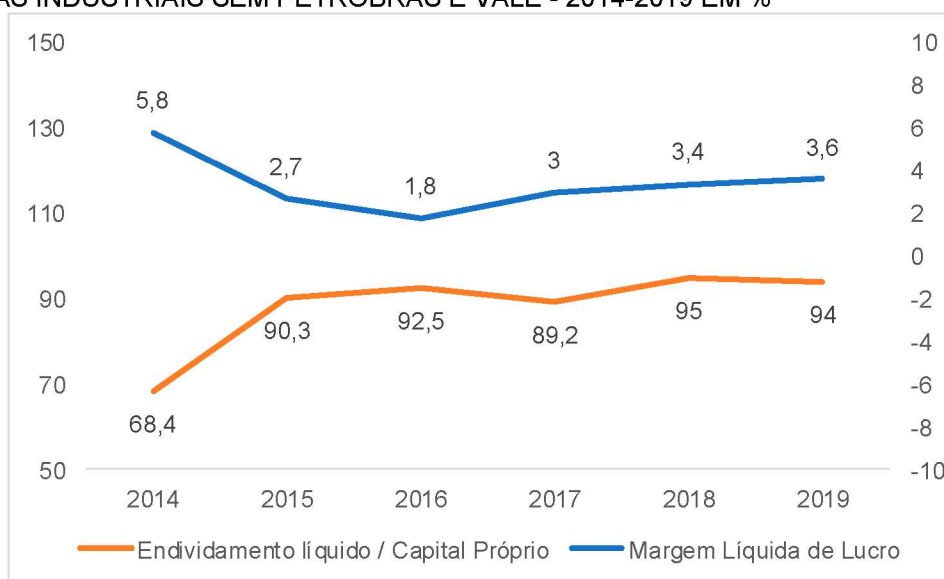
Ainda no gráfico 9, essa situação também está representada, o qual demonstra a relação do lucro operacional (EBTIDA) e a despesa financeira, que nos últimos anos vem fixada em 0,9, isto é, está estagnada em baixo desempenho, pois não geram lucro suficiente para cobrir as despesas financeiras, e não permitindo assim, uma retomada no ciclo de crescimento econômico.

Isso representa a persistência da crise no setor, e a dificuldade encontrada para a retomada econômica no cenário brasileiro, mesmo com a melhora no custo de oportunidade do investimento e uma queda significativa nos juros a partir de 2017, de 14,15% a.a. em 2015 para 4,40% a.a. em 2019.

Outro fator relevante para esse cenário é o crescimento do endividamento, que vem aumentando os passivos desde a crise de 2015-2016. Com a crise, conforme a teoria Minskyana, as empresas precisaram tomar novas dívidas para conseguir honrar a elevação dos seus custos financeiros e acomodar a nova e elevada taxa de juros, que atingiu 14,15% a.a. em 2015.

Para as indústrias, com exceção da Petrobras e Vale, o endividamento aumentou significativamente em 2015 para 90,3% contra 68,4% em 2014, e desde então não conseguiu reverter este cenário. O nível máximo atingido foi de 95% em 2018, permanecendo praticamente inalterado no ano seguinte, em 94%, representado no gráfico 10, a seguir.

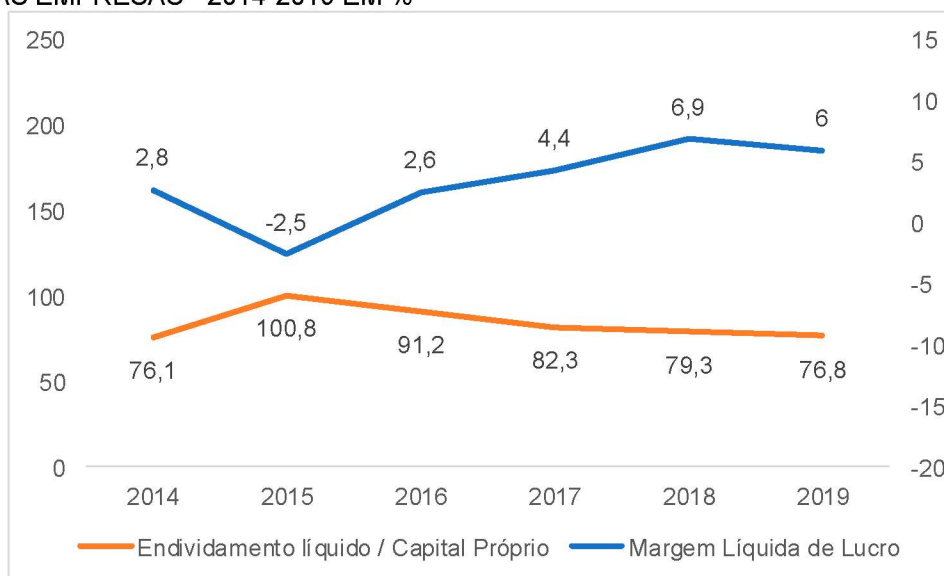
GRÁFICO 10 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCRO E INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO: EMPRESAS INDUSTRIAIS SEM PETROBRAS E VALE - 2014-2019 EM %



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

Em contraste, o endividamento só não aumentou a partir de 2015 para o total da amostra, conforme demonstra o gráfico 11, e vem apresentando uma queda, devido a desalavancagem das dívidas das gigantes Petrobras e Vale, que no ano de 2019 atingiu 76,8%.

GRÁFICO 11 – MARGEM LÍQUIDA DE LUCRO E INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO: TOTAL DAS EMPRESAS - 2014-2019 EM %



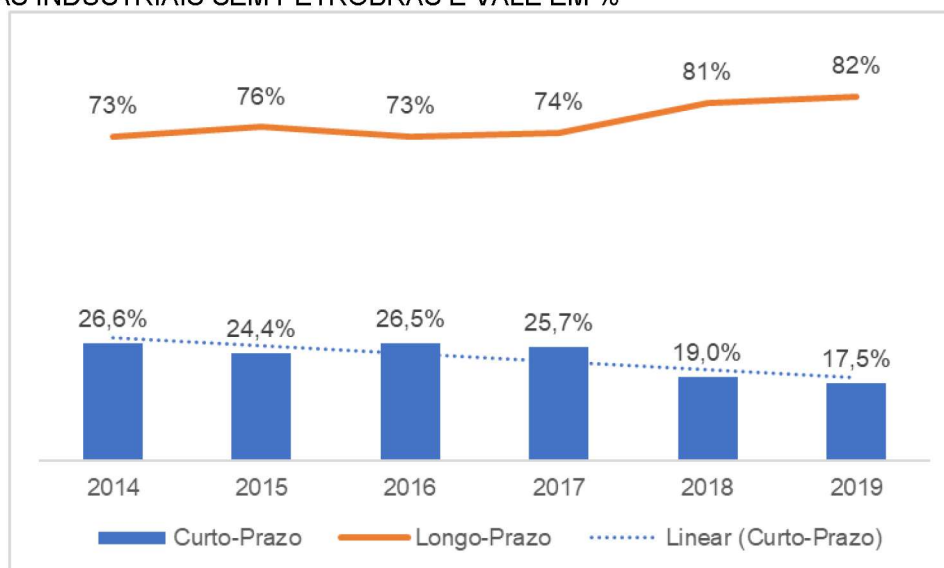
FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

É notável que a indústria brasileira ainda vem enfrentando obstáculos para reduzir significativamente o seu nível de endividamento e reduzir o peso delas nos seus custos, e desta forma, vem buscando alternativas para reestruturar e melhorar o perfil de suas dívidas. A redução da taxa de juros e consequentemente dos custos financeiros, contribuiu para a renegociação das dívidas e a utilização de novas modalidades de financiamento.

Para indústria, excluída Petrobras e Vale, é evidente um movimento para melhorar o prazo médio das suas dívidas e reduzir a parcela do curto prazo na totalidade dos seus empréstimos, além de alongar o perfil do seu passivo.

De 2014 a 2017, a média do peso do curto prazo no endividamento bancário total era de 25,8%, e a partir de 2018 esse percentual começou a cair, chegando a 17,5% em 2019, conforme mostra o gráfico 12 abaixo:

GRÁFICO 12 – VARIAÇÃO ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO DE CURTO E LONGO PRAZOS: EMPRESAS INDUSTRIAIS SEM PETROBRAS E VALE EM %



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

O outro movimento importante que aconteceu para este grupo, foi o progressivo o uso de debêntures em suas captações, conforme a Tabela 6:

TABELA 6 – DEBÊNTURES DE CURTO E LONGO PRAZOS - EM MILHÕES DE REAIS

| Macrossetores                         | Curto-Prazo   |               |               |               |               |               |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                       | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          |
| Indústria                             | 6.340         | 5.992         | 5.792         | 5.108         | 3.267         | 4.173         |
| Indústria sem Petrobras               | 6.340         | 5.992         | 5.792         | 5.108         | 3.267         | 4.173         |
| <b>Indústria sem Petrobras e Vale</b> | <b>6.340</b>  | <b>5.992</b>  | <b>5.792</b>  | <b>5.108</b>  | <b>3.267</b>  | <b>4.173</b>  |
| Serviços                              | 19.092        | 17.737        | 22.138        | 25.023        | 21.102        | 24.519        |
| Serviços sem energia                  | 7.371         | 5.155         | 6.892         | 8.237         | 7.723         | 8.790         |
| Comércio                              | 3.802         | 1.031         | 1.141         | 2.206         | 1.255         | 1.163         |
| <b>Total</b>                          | <b>29.234</b> | <b>24.760</b> | <b>29.071</b> | <b>32.337</b> | <b>25.669</b> | <b>29.876</b> |

| Macrossetores                         | Longo-Prazo   |               |               |                |                |                |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
|                                       | 2014          | 2015          | 2016          | 2017           | 2018           | 2019           |
| Indústria                             | 13.821        | 11.395        | 7.479         | 10.574         | 21.415         | 31.054         |
| Indústria sem Petrobras               | 13.821        | 11.395        | 7.479         | 10.574         | 21.415         | 31.054         |
| <b>Indústria sem Petrobras e Vale</b> | <b>13.821</b> | <b>11.395</b> | <b>7.479</b>  | <b>10.574</b>  | <b>21.415</b>  | <b>31.054</b>  |
| Serviços                              | 68.689        | 70.354        | 73.832        | 83.700         | 118.343        | 141.393        |
| Serviços sem energia                  | 23.594        | 27.193        | 23.479        | 27.000         | 39.310         | 46.787         |
| Comércio                              | 6.495         | 5.438         | 5.609         | 6.584          | 7.747          | 10.624         |
| <b>Total</b>                          | <b>89.005</b> | <b>87.187</b> | <b>86.919</b> | <b>100.859</b> | <b>147.505</b> | <b>183.071</b> |

FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IEDI, (2021).

No ano de 2019, as instituições não financeiras somaram R\$ 183 bilhões de reais em debêntures a longo prazo, mais do que o dobro se comparado ao ano de 2016, que foi de aproximadamente 87 bilhões. Para as indústrias, desconsiderando Petrobras e Vale, essa porcentagem foi ainda maior, representando um crescimento de 315% se comparado ao mesmo período, passando de 7,5 bilhões para mais de 31 bilhões.

Sendo assim, o uso de debêntures trouxe maior flexibilidade para as companhias, principalmente as de longo prazo, que possibilitam honrar os problemas de liquidez e suprir as necessidades de caixa. Essa modalidade também permite cláusulas de repactuação, isto é, permite que as emissoras ajustem as parcelas de amortizações e as condições de rendimentos oferecidos. À medida que ocorram alteração na taxa de juros, ou qualquer outro choque na economia, as partes podem se ajustar as novas condições de mercado.

Outra grande vantagem desta modalidade de empréstimos é o pagamento que chamamos de *bullet*, ou seja, um empréstimo em que a totalidade do montante da dívida será pago apenas no vencimento. Algumas das outras vantagens são: menor custo de captação em relação aos empréstimos bancários, opções de financiamentos de longo prazo e com grandes volumes.

Essa reestruturação do passivo foi essencial para que as empresas amenizassem os seus custos financeiros e melhorassem as suas condições, melhorando as margens líquidas do lucro, mesmo com a rentabilidade operacional em baixa.

Contudo, essas medidas ainda não permitiram reverter o desequilíbrio econômico-financeiro dessas indústrias, um dos agravantes que explica a não recuperação de um ciclo de expansão é a queda da demanda interna e a desaceleração do comércio exterior, conforme Minsky.

De acordo com os dados do IBGE, conforme a tabela 7, em 2015 e 2016, o consumo das famílias atingiu os piores patamar, voltou a se recuperar em 2017 e 2018, e em 2019 voltou a reduziu, no entanto, em nenhum dos anos do período analisado retomou o patamar de 2014, período anterior à crise.

TABELA 7 – INDICADORES ECONÔMICOS 2014-2019

| Período | Contas nacionais <sup>1</sup> |                      |       |             |             |
|---------|-------------------------------|----------------------|-------|-------------|-------------|
|         | PIB                           | Consumo das famílias | FBKF  | Exportações | Importações |
| 2014    | 0,5                           | 2,3                  | -4,2  | -1,6        | -2,3        |
| 2015    | -3,5                          | -3,2                 | -13,9 | 6,8         | -14,2       |
| 2016    | -3,3                          | -3,8                 | -12,1 | 0,9         | -10,3       |
| 2017    | 1,3                           | 2,0                  | -2,6  | 4,9         | 6,7         |
| 2018    | 1,3                           | 2,1                  | 3,9   | 4,0         | 8,3         |
| 2019    | 1,1                           | 1,8                  | 2,2   | -2,5        | 1,1         |

Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

Notas: 1. Variação % anual dos indicadores;

FONTE: IBGE e Banco Central do Brasil. Elaboração IED, (2018).

O ambiente de demanda estagnada, sem crescimento do mercado interno, com queda das exportações totais, com alto grau de endividamento em que a receita está praticamente toda comprometida para honrar os custos dos serviços da dívida, são alguns dos entraves para a retomada da rentabilidade. As respostas são posturas defensivas, como a incapacidade de aplicar em novos investimentos, que tem revelado que ainda há muitos obstáculos a serem vencidos pelo setor, fundamentais para a saída da recessão continuada, atualmente vivida no cenário brasileiro.

Sendo assim, mesmo com a melhora ocasionada pela redução significativa da taxa de juros, que permitiu renegociações dos passivos e melhora no custo de oportunidade dos investimentos, a baixa no consumo das famílias, sem o crescimento do mercado interno, se prova um fator determinante para a decisão do investimento, e conseqüentemente para a retomada do crescimento sustentável.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante do exposto ao longo do estudo fica perceptível a relação existente entre a teoria da instabilidade financeira proposta por Minsky e o ciclo econômico vivido no Brasil durante esse período.

Temos que, a partir dos investimentos e a forma como são adquiridos esses pelas empresas ao longo dos anos, foi evidente o surgimento de uma fragilidade no desempenho econômico do país. Reafirmando assim, a hipótese de que o investimento com endividamento origina uma instabilidade financeira.

Quando o Brasil estava numa fase de crescimento econômico, com PIB atingindo a marca de 7,5% em 2010, as empresas passaram a investir mais, diminuíram as margens de segurança e tomaram mais riscos, conseqüentemente, assumiram novos passivos e alavancaram seus gastos.

Porém, esse crescimento não se sustentou nos anos seguintes, e com os altos índices de endividamentos, comportamentos especulativos e o declínio da rentabilidade das empresas, acarretou em uma vulnerabilidade no sistema, e como resultado, uma crise econômica.

O cenário brasileiro sofreu uma queda brusca na margem líquida de lucros, na qual em 2010 era de 12,9% e recuou para - 3,6% em 2015, ou seja, uma redução de 128%. Dessa forma, com as altas taxas de juros e o PIB encolhido a - 3,5%, o país entrou em estado de recessão.

Diante disso, para organizar seus balanços financeiros, as empresas demandavam medidas para se estabilizarem novamente, sendo as principais delas, a redução de recursos alocados em ativos, isto é, a postergação da decisão de investir, e a redução dos custos suas dívidas, por meio de renegociação afim de melhorar o seu prazo médio e reduzir a parcela de curto prazo, além de buscar novas alternativas de modalidade de dívidas, como as debêntures. Assim, no período, foi possível uma pequena e gradual melhora nos índices econômicos nos anos seguintes, voltando o Brasil a atingir em 2019 o PIB de 1,4%, no entanto, muito distante dos índices anteriores à crise e de uma retomada econômica sustentável.

Portanto, podemos verificar que a instabilidade é causada por um processo endógeno ao sistema, ou seja, o elevado nível de passivos para financiamento de

investimentos das empresas em um momento favorável desestabiliza o sistema como um todo, provocando uma crise.

Apesar do alívio nas despesas com as medidas tomadas, a economia ainda não entrou em ascensão, e necessita medidas rápidas, eficazes e profundas no sistema capitalista para reverter a situação, e assim evitar a instabilidade de natureza endógena, sendo necessárias políticas públicas para tal situação, como regulamento na distribuição de renda, manutenção dos níveis de emprego, e uma política fiscal de gastos do governo, para retomar os lucros e o nível da atividade econômica, desempenhando assim como estabilizador da economia e possibilitar o aumento do consumo das famílias e a decisão de investir. Evidenciando assim, que uma economia capitalista é complexa e precisa sempre ser avaliada considerando aspectos da micro e macroeconomia, e que corrobora como proposto por Minsky em 1986, que ações devem ser tomadas e priorizadas pelo governo, para reestruturar o modelo capitalista de hoje e evitar a instabilidade inerente do sistema.

## REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas – Histórico**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em: 06 de abril de 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxa Selic**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>>. Acesso em: 06 de abril de 2021.

BAHRY, T. R.; GABRIEL, L. F. **A hipótese de instabilidade financeira e suas implicações para ocorrência de ciclos econômicos**. R. Econ. Contemp., Rio de Janeiro, v.14, n.1, p.27-60, jan./abr. 2010. Disponível em: <<https://www.scielo.br/pdf/rec/v14n1/a03v14n1.pdf>>. Acesso em: 12 de abril de 2021.

CONCEIÇÃO, D. N. **Nota Técnica Introdutória ao artigo “A Hipótese da Instabilidade Financeira”, de Hyman P. Minsky**. Revista OIKOS. Rio de Janeiro. Volume 8, n. 2. 2009. Disponível em: <<http://www.revistaoikos.provisorio.ws/seer/index.php/oikos/article/viewFile/181/116>>. Acesso em: 12 de abril de 2021.

DALTO, F. A. S. **Crise financeira corrente, suas causas e suas soluções numa perspectiva inspirada em Keynes e Minsky**. Revista Economia & Tecnologia. Curitiba. Volume 16. 2005. Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/ret/article/view/27299>>. Acesso em: 27 de junho de 2021.

GZVITAUSKI, T. R. **Uma crise ‘à lá Minsky?: uma análise da crise financeira sob a ótica de Hyman Minsky**. Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, Faculdade de Ciências e Letras (Campus de Araraquara). 2015. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/11449/132608>>. Acesso em: 15 de abril de 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Produto Interno Bruto – PIB**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>>. Acesso em: 06 de abril de 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **PIB a preços de mercado - Taxa acumulada em 4 trimestres (%), 1º trimestre 1996 - 4º trimestre 2020**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas->

nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm\_source=landing&utm\_medium=explica&utm\_campaign=pib#evolucao-taxa>. Acesso em: 06 de abril de 2021.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – IEDI. **Mudanças estruturais na indústria brasileira entre 2007 e 2015**. Carta IEDI: Edição 855, 2018. Disponível em: <[https://iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_855.html](https://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_855.html)>. Acesso em: 20 de março de 2021.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – IEDI. **As empresas brasileiras na crise recente**. Carta IEDI: Edição 856, 2018. Disponível em: <[https://iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_856.html](https://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_856.html)>. Acesso em: 20 de março de 2021.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – IEDI. **Lucro e Endividamento das Empresas em 2019**. Carta IEDI: Edição 999, 2020. Disponível em: <[https://iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_999.html](https://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_999.html)>. Acesso em: 20 de março de 2021.

LOURENÇO, A. L. C. de. **O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 15, n. 3, p. 445-474, 2006. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642907/10477>>. Acesso em: 15 de abril de 2021.

MARCATO, M. B. **Microfundamentos: Hyman P. Minsky e os modelos de fragilidade financeira**. Revista de Economia, v. 40, n. 2 (ano 38), p. 39-58. 2014. Editora UFPR. Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/31778/26019>>. Acesso em: 15 de abril de 2021.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. USA: Quebecor World, 2008.

ONO, F. H. **Dinâmica macroeconômica, ciclos endógenos e fragilidade financeira: A partir de modelos macrodinâmicos de simulação**. Curitiba, 2005. Disponível em: <<https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/2444/R%20-%20D%20-%20FABIO%20HIDEKI%20ONO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 15 de abril de 2021.

PAULA; LUIZ FERNANDO de; PIRES, MANOEL. **Crise e perspectivas para a economia brasileira**. Estudos Avançados v. 31 (n. 89), 2017. Disponível em: <<https://www.scielo.br/pdf/ea/v31n89/0103-4014-ea-31-89-0125.pdf>>. Acesso em: 19 de junho de 2021.

PAULA, L. F. R. de; ALVES JÚNIOR, A. J. **Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano**. Análise Econômica. Ano 21, nº 39, março, 2003. Porto Alegre. Faculdade de Ciências Econômicas. UFRGS. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10726/6337>>. Acesso em: 15 de abril de 2021.

ROLIM, L.; CATTAN, R.; ANTONIOLI, J. **Fragilidade Financeira das Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 2010 a 2014: uma análise a partir de Minsky**. Anais do IX Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). São Paulo: AKB, 2016. Disponível em: <[https://www.academia.edu/28272995/Fragilidade\\_Financeira\\_das\\_Empresas\\_Brasileiras\\_de\\_Capital\\_Aberto\\_no\\_Per%ADodo\\_de\\_2010\\_a\\_2014\\_uma\\_an%AIlise\\_a\\_partir\\_de\\_Minsky](https://www.academia.edu/28272995/Fragilidade_Financeira_das_Empresas_Brasileiras_de_Capital_Aberto_no_Per%ADodo_de_2010_a_2014_uma_an%AIlise_a_partir_de_Minsky)>. Acesso em: 15 de abril de 2021.

Teixeira, D. N.; Tiryaki, G.F. **Fragilidade financeira e ciclos econômicos no Brasil**. XIII Encontro de Economia Baiana. Salvador, 2017.