



## O Brasil pós-pandemia e os desafios ao desenvolvimento: a quem interessa o Estado mínimo?



Imagem: robidob.com e sintrajufe

### AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Andrea Gama - Carmem Feijó - Conrado Krivochein - Daniel Consul de Antoni

Eduardo Mantoan - Eliane Araújo - Fábio Henrique B. Terra - Fernando A. Teixeira

Júlia Leal - Larissa Naves de Deus Dornelas - Linnit Pessoa - Luiz Fernando de Paula

Mateus Coelho Ferreira - Paulo Gonzaga M. de Carvalho - Pedro Lange Netto Machado

Roberta Costa - Vinicius Brandão - Vinícius Centeno

[www.finde.uff.br](http://www.finde.uff.br) - [facebook.com/findeuff](https://facebook.com/findeuff)



# FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM  
FINANCEIRIZAÇÃO E  
DESENVOLVIMENTO  
Universidade Federal Fluminense

---

*Artigo do BOLETIM FINDE: v.2, n.2, 2021*

## **Lições da análise do perfil de endividamento das grandes empresas: o que esperar no pós-pandemia?**

***Por Vinícius Centeno e Eduardo Mantoan***

**O BRASIL PÓS-PANDEMIA E OS DESAFIOS AO DESENVOLVIMENTO:**

**A QUEM INTERESSA O ESTADO MÍNIMO?**

[www.finde.uff.br](http://www.finde.uff.br)

## Lições da análise do perfil de endividamento das grandes empresas: o que esperar no pós-pandemia?

*Vinicius Centeno - Doutorando em Economia pela UFF e pesquisador do Finde*  
*Eduardo Mantoan- Doutorando em Economia pela UFF e pesquisador do Finde*

Ao longo da última década, especialmente a partir de 2014, a economia brasileira atravessou mudanças profundas na conjuntura econômica que levaram a uma grave recessão (2015-2016) e tímida recuperação (2017-2019) até o choque imposto pela deflagração da crise sanitária e econômica devido à pandemia de Covid-19. Com este cenário, o objetivo desta nota é investigar como as firmas enfrentaram a recessão de 2015-2016 e como absorveram a recessão de 2020. No primeiro caso, a análise da fragilidade financeira a partir de uma amostra de 487 empresas não-financeiras<sup>1</sup> de capital aberto no período entre 2010 e 2020 indica que estas estavam muito alavancadas no período pré-recessão de 2015-2016, e que com a forte desaceleração da demanda agregada em 2015 e 2016, passaram a priorizar no pós recessão a reestruturação dos seus balanços e do seu perfil de endividamento. Veremos nesta nota que tal movimento defensivo e conservador por parte das empresas se deve à não formação de um novo estado de expectativas positivas que fosse capaz de impulsionar o investimento. Sendo assim, mostramos que o choque imposto pela pandemia atingiu as empresas em momento em que estas se encontravam em processo de desalavancagem, o que explica o menor impacto na fragilidade financeira em relação ao observado quando da recessão de 2015. Será que com balanços mais conservadores, deve-se esperar que as empresas venham a investir forte no pós-pandemia?

Argumenta-se que a agenda de austeridade fiscal, adotada desde 2015 sob a justificativa de ajustar os gastos públicos e abrir espaço para a retomada do investimento privado (“contração expansionista”), contraiu a já insuficiente demanda agregada, inviabilizando a recuperação da formação bruta de capital fixo da economia brasileira após a recessão de 2015 e 2016. Dada a lenta recuperação da economia no período 2017-2019, é de se esperar que a recuperação pós pandemia possa não vir com a força esperada pelos defensores de políticas de austeridade fiscal.

### **Passivos reestruturados, porém com ausência de retomada: 2017-2019**

Para analisar o comportamento das grandes empresas no pós-recessão e na pandemia, vamos trabalhar com um indicador de fragilidade financeira, apresentado em Mantoan e Centeno (2020). A proxy de fragilidade financeira é baseada em Davis (2019) e Minsky (1992) e visa observar o comprometimento do fluxo de caixa das firmas. As empresas em situação hedge são aquelas em que o fluxo de entrada cobre integralmente o fluxo de saída. A situação Especulativa se caracteriza quando o fluxo de entrada é inferior ao fluxo de saída, mas suficiente para arcar com os custos de juros. Finalmente, a situação Ponzi ocorre quando o

---

<sup>1</sup> Todos os dados foram obtidos nos Demonstrativos Financeiros Padronizados (DFP) das empresas, disponíveis na plataforma de dados abertos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a partir do exercício contábil do ano de 2010.



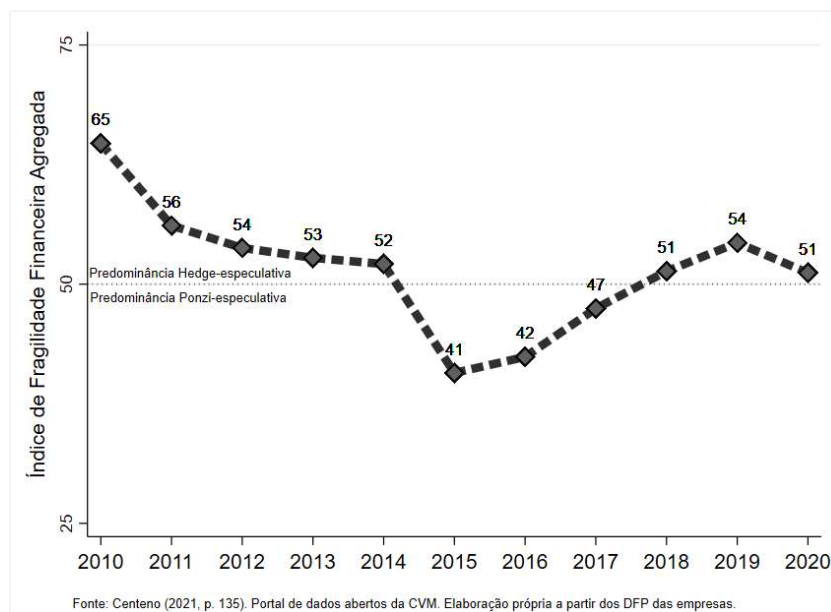
fluxo de entrada é insuficiente inclusive para honrar os compromissos com juros.<sup>2</sup>

De acordo com Minsky (1986, p. 232), a combinação de unidades de finanças hedge, especulativas e Ponzi em uma economia é um dos principais determinantes de sua estabilidade. Por esse motivo, a construção do Índice Ponderado de Fragilidade Financeira Agregada (IFFA)<sup>3</sup> tem como

intuito captar a predominância de determinado perfil entre as grandes empresas não financeiras ao longo do período observado na amostra<sup>4</sup>:

$$IFFA_t = \frac{(0 \times \sum_{i=1}^j E_{it}^{Ponzi} + 50 \times \sum_{i=j+1}^k E_{it}^{Especulativo} + 100 \times \sum_{i=k+1}^n E_{it}^{Hedge})}{\sum_{i=1}^n E_i} \times 100$$

**Gráfico 1: Evolução do Indicador de Fragilidade Financeira Agregada (2010-2020)**



<sup>2</sup> A proxy de fragilidade financeira foi calculada como segue: Fluxo de entrada (FxE) =  $\pi + RF$ , onde  $\pi$  é o lucro operacional antes do resultado financeiro e RF as receitas financeiras. Fluxo de saída = (FoS) = amortizações do principal (Amort) + juros (DF), onde Amort é o montante de amortização de empréstimos, financiamentos e debêntures e DF são as despesas financeiras.

<sup>3</sup> Uma primeira versão destes indicadores (IFF e IFFA) foi apresentada em Mantoan e Centeno (2020), trabalho que consta nos Anais do XIII Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. Naquela oportunidade, a amostra considerou 100 empresas não

financeiras de capital aberto. A presente versão é apresentada em Centeno (2021).

<sup>4</sup> A construção do índice seguiu proposta semelhante à desenvolvida em Torres Filho et al. (2019). No caso hipotético de todas as empresas serem classificadas como Ponzi, o índice resultaria em 0. Na situação extrema oposta, com todas as empresas em situação Hedge, o índice resultaria em 100. Da mesma forma, com todas as empresas em situação especulativa, o índice resultaria em 50.



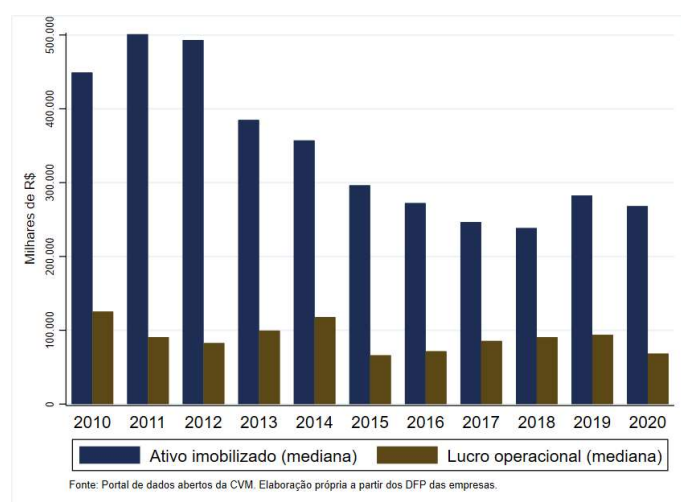


A evolução do IFFA sugere que as empresas não-financeiras vinham se tornando gradualmente mais fragilizadas financeiramente desde 2010, uma vez que vinham de um ciclo positivo de imobilização de capital, mas já adentrando a fase de desaceleração econômica. A recessão atinge a economia em 2015 e 2016, momento em que o IFFA atinge seus valores mínimos, colocando a amostra em situação de predominância Ponzi-especulativa. Após a recessão, inicia-se um processo de desalavancagem que pode ser observado já a partir de 2016, quando se nota uma tendência de reestruturação do perfil financeiro das

empresas até a deflagração da crise do Covid-19, em 2020. Isto é, no que concerne à fragilidade financeira, o impacto da recessão de 2020 aparenta ter sido menos severa para as grandes empresas de capital aberto do que a de 2015, justamente porque estavam com seus balanços relativamente saneados.

Entende-se que o saneamento do balanço das empresas é consequência (e não causa) da ausência de retomada do investimento produtivo, o que nos conduz ao segundo foco de análise, notadamente a fraca performance da economia brasileira a partir da recessão de 2015-6.

**Gráfico 2: Evolução do ativo imobilizado e lucro operacional (2010-2020)**

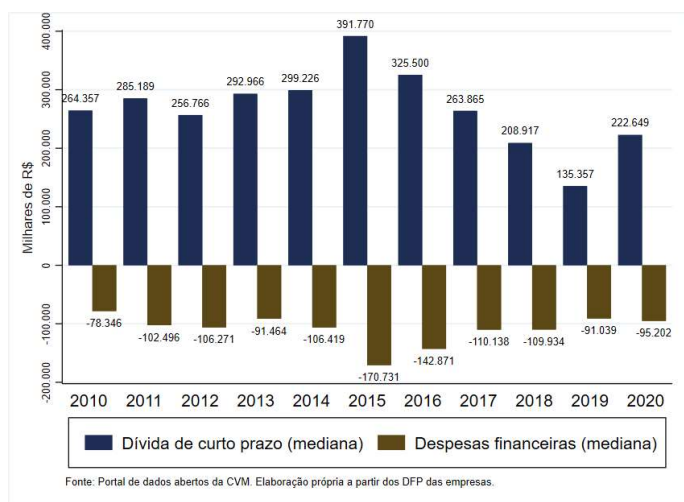


Isto é, para além dos resultados apontados pelo cálculo da proxy de fragilidade financeira, a análise do Gráfico 2 da amostra aponta que, mesmo com a taxa de juros em patamares mínimos históricos e abundância de liquidez internacional, não houve a retomada do investimento em imobilização de capital. Com a desaceleração econômica, a profunda recessão de 2015 e 2016 e a persistente insuficiência de demanda agregada no pós-recessão (aprofundada pelas políticas de austeridade), entende-se que não houve a formação



de estado de expectativas capaz de impulsionar a retomada do investimento privado, que pode ser notado também pela não recuperação do lucro operacional aos patamares observados no período que antecede a recessão.

Sendo assim, nossa interpretação sugere que as empresas optaram por reestruturar seu perfil de endividamento, relegando a recuperação do investimento a segundo plano e implicando uma retomada mais lenta do crescimento econômico. Conforme mostra o Gráfico 3, a redução do valor médio<sup>5</sup> da dívida de curto prazo entre 2015 e 2019 reforça a interpretação de que as empresas iniciaram um processo de desalavancagem a partir da recessão econômica.<sup>6</sup>



Como as empresas se encontravam em processo de desalavancagem, a redução da taxa de juros pode ter

incentivado a captação de novos empréstimos. O principal destino desses recursos, contudo, parece ter sido a amortização de empréstimos antigos que, aliada às menores taxas de juros, levaram a uma redução das despesas financeiras. Entende-se, portanto, que houve um movimento de rolagem de dívida na esteira do processo de desalavancagem, alongando o perfil do endividamento e reduzindo o comprometimento de caixa no curto prazo, o que se materializou na redução da fragilidade financeira captada pelos indicadores.<sup>7</sup>

Ou seja, pela nossa interpretação dos dados da amostra de grandes empresas não financeiras, a economia brasileira não estaria ‘decolando’ no período que precede a pandemia de Covid-19. Mais razoável assumir um cenário em que o estado de expectativas dos agentes não tenha sido restaurado após a recessão de 2015-2016. A escolha por redução dos passivos e reestruturação do perfil de endividamento em detrimento do investimento produtivo, mesmo com as taxas de juros em níveis mínimos históricos, corrobora com a tese de que as decisões dos agentes não respondem somente às condições de oferta, mas, sim, são guiadas pelas expectativas de retorno futuro, que dependem fundamentalmente da efetivação da demanda agregada. Nessa perspectiva analítica, a política econômica marcada pela austeridade fiscal dos gastos públicos, padrão observado no Brasil desde 2015, inviabilizou a retomada do crescimento econômico, visto que o investimento é o determinante chave do crescimento.

### O fracasso das políticas de austeridade

<sup>5</sup> A escolha da mediana e não da média justifica-se devido ao fato de que a utilização da última pode gerar resultados distorcidos, uma vez que o desvio padrão das observações das variáveis é elevado.

<sup>6</sup> O endividamento de curto prazo é obtido a partir da conta de Empréstimos e Financiamentos do Passivo Circulante, que consta no Balanço Patrimonial. As despesas financeiras são extraídas do Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) das empresas.

<sup>7</sup> Conforme os dados apresentados no Gráfico 2, o aumento do valor médio de endividamento de 2014 para 2015 foi de 30,9%, ao passo que de 2019 para 2020 foi de 64,5%. Ao observar o volume total de endividamento da amostra, encontrou-se um aumento de 16,2% em 2015 em relação a 2014, enquanto o aumento em 2020 em relação a 2019 foi de 37,4%. Isto é, mesmo com o choque maior no endividamento provocado pela pandemia em relação ao primeiro ano da recessão de 2015-16, o impacto no IFFA foi menos acentuado, uma vez que as empresas estavam menos endividadas.



A promessa de retomada do crescimento econômico tem se apoiado numa política de corte de gasto público, seguindo uma agenda de austeridade fiscal desde 2015. Além da política de corte de gastos públicos, a política de queda dos juros e de reformas econômicas de cunho liberal (previdência, mercado de trabalho, privatizações) foram implementadas presumindo que criariam um ambiente para impulsionar o investimento privado. Ou seja, a resposta da política econômica, desde 2015, se firmou pela orientação de cortes de gastos públicos, não estimulando como propalado a retomada do investimento produtivo e da geração de empregos.<sup>8</sup> Tampouco a atração de capital externo, que tem saído do país. A incapacidade destas medidas terem sucesso reside no argumento keynesiano, conforme Cardim de Carvalho (2008), de que a busca do equilíbrio fiscal via austeridade quando a economia já se encontra abaixo do pleno emprego, invariavelmente leva à contração da renda agregada e, com ela, a redução das receitas de impostos, forçando novos cortes do governo, e desencadeando assim uma “espiral descendente” até o ponto em que um equilíbrio seja eventualmente encontrado a níveis de renda inaceitavelmente baixos.

A estratégia de “choque ortodoxo-neoliberal” iniciado em 2015 por Joaquim Levy, Ministro da Fazenda do segundo governo Dilma, se mostrou infrutífera, pois no momento em que se exigia do governo uma postura anticíclica para recompor as perdas do setor privado e sustentar a demanda interna, o governo atuou com políticas supply-side, com destaque para as isenções fiscais, estratégia que se mostrou malsucedida. À época, havia descrença por parte dos agentes privados no potencial de crescimento

imediato do mercado interno que, somado ao desaquecimento da demanda externa, fez com que a política de estímulos pelo lado da oferta não restabelecesse a confiança para induzir a alocação de recursos com retorno a longo prazo, aprofundando a crise.

As reformas consistiram em limitar direitos trabalhistas, restringir o acesso ao seguro-desemprego e um conjunto de exonerações fiscais, conforme relata Carvalho (2018), além da implementação do Teto de Gastos, já no Governo Temer, com base no argumento da “contração fiscal expansionista” (PAULA; OREIRO, 2019). Contudo, ambas as medidas se mostraram fracassadas no objetivo de impulsionar o investimento privado. Neste sentido tem ido na contramão de sustentar a demanda agregada para ancorar as expectativas dos agentes para concretizar o investimento produtivo e, em última instância, sancionar o crescimento econômico. Carvalho (2018) destaca que no ano de 2015 as despesas primárias efetivas do governo federal (excluídos os gastos obrigatórios com a previdência) caíram 6,1% e o governo tomou diversas medidas de ajuste, como a redução dos fundos destinados ao PAC, restrições aos benefícios do seguro-desemprego, abono salarial e auxílio-doença; reajustes de alíquotas no PIS/Cofins, na Cide sobre combustíveis e retomada do IPI sobre veículos e um conjunto de exonerações fiscais.

Em 2016, sob a gestão de Temer, as principais medidas adotadas foram a reforma trabalhista, que flexibilizava jornadas de trabalho e instituía a modalidade contratual de trabalho intermitente; e a implementação do Teto de Gastos públicos por meio da “Emenda Constitucional nº 95”. A emenda congelou

---

<sup>8</sup> Segundo os dados do IBGE para o primeiro trimestre de 2021, o Brasil conta com 21 milhões de pessoas em situação de desemprego ou desalento, representando uma taxa de desocupação de 14,7% e subutilização de 29,7%. No último trimestre de 2014, ano que antecede a recessão de 2015-16, a taxa de desocupação era de 6,5%. Ver <https://www.ibge.gov.br/explica/desemprego.php>



o crescimento real do orçamento público, limitando-o à correção da inflação do ano anterior. Bruno e Caffé (2017) entendem que o Teto de Gastos é um marco da redefinição do papel do Estado brasileiro, implementado a fim de alinhar a sua atuação aos interesses da expansão financeira do país, garantindo a dominância das finanças sobre o Estado.

No Novo Regime Fiscal, por sua vez, o resultado do governo se torna variável de ajuste (OREIRO; DE PAULA, 2019), visto que mesmo em períodos de elevado crescimento, o governo não poderá gastar esse excedente devido às restrições impostas pela regra de gastos definida pelo teto. Nesse caso, como o gasto deve ter crescimento real nulo, se os gastos obrigatórios tiverem crescimento real, o governo é obrigado a cortar gastos discricionários a fim de cumprir a meta. Em momentos de baixo crescimento e arrecadação reduzida, a regra torna mais difícil o seu cumprimento, o que deve levar o governo a cortar mais gastos discricionários. A medida, pró-cíclica, como apontado por Cardim de Carvalho (2008), impacta negativamente na já combalida arrecadação e, conseqüentemente, exige mais cortes de gastos, formando um ciclo vicioso onde os cortes nunca serão suficientes e a atividade econômica terá sérias dificuldades de recuperação. Ademais, o governo Temer promoveu desde 2016 uma séria política de descapitalização do BNDES, importante financiador do investimento no Brasil, exigindo da instituição liquidações antecipadas (devoluções) de recursos federais aplicados anos antes. Além de voltar sua atuação seguindo preceitos estritamente de lógica de mercado, distanciando-o de sua missão estratégica para o desenvolvimento econômico (FEIL; FEIJO, 2021).

A partir de 2019, no governo Bolsonaro, há a continuidade de tais medidas e o compromisso do governo com a estratégia de ajuste fiscal pautado pela agenda neoliberal. Na esteira das reformas estruturais liberalizantes, foi aprovada em 2019 a Emenda

Constitucional 104, conhecida como a Reforma da Previdência, que promoveu importantes alterações no regime previdenciário brasileiro, como na concessão dos benefícios, no tempo de contribuição, na pensão por morte, nas alíquotas de contribuição e na idade mínima para aposentadoria. A tese de que o fundo público de previdência é insustentável a longo prazo não é nova e, desde a virada no século, o regime brasileiro vem sendo fragilizado, o que beneficia diretamente o capital financeiro (LAVINAS; CORDILHA, 2019). A justificativa para as alterações na previdência foi baseada na mesma retórica utilizada desde 2015, que aponta a necessidade de reequilibrar as contas públicas com o argumento de que, supostamente, o equilíbrio fiscal estimularia a retomada do investimento privado. Na prática, portanto, as reformas previdenciárias estão diretamente atreladas à lógica da financeirização e ao crescimento dos fundos privados de pensão, que são apresentados pela agenda de austeridade neoliberal como a alternativa para as pressões demográficas e orçamentárias.

Presumia-se que as medidas da agenda de austeridade fiscal implementadas seriam suficientes para criar um ambiente de impulsionar o investimento privado, com base no argumento da “contração fiscal expansionista” (PAULA; OREIRO, 2019). Bruno e Caffé (2017) destacam que o argumento de ajuste fiscal é meramente retórico, uma vez que as medidas têm





**Tabela 1: Investimento do Setor Público (%PIB) e Formação Bruta de Capital Fixo - FBCF (%PIB): 2010-2020**

|                               | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Investimento do Setor Público | 4,5  | 3,7  | 3,9  | 3,9  | 3,8  | 2,7  | 2,3  | 1,8  | 2,5  | 2,0  | 2,6  |
| FBCF                          | 20,0 | 20,6 | 20,7 | 20,9 | 19,9 | 17,8 | 15,5 | 14,6 | 15,1 | 15,3 | 16,4 |

Fonte: Pires (2021). Entende-se por Investimento do Setor Público as despesas de investimentos dos governos municipais, estaduais e central consolidados (exclusive empresas estatais subnacionais).

caráter fortemente contracionista sobre a demanda interna, o que provoca uma queda na arrecadação do governo. Além de ineficientes em promover o ajuste fiscal, as medidas de austeridade se mostraram fracassadas no objetivo de impulsionar o investimento privado, como mostra a Tabela 1.

Em termos gerais, o investimento público tem sido represado nestes últimos anos sem que o investimento privado tenha tomado o lugar. A contração do investimento público, além de não construir um ambiente de confiança mesmo com o custo do capital se reduzindo via queda dos juros, colabora para o enfraquecimento da acumulação de capital em toda a economia. Em resumo, a consequência direta destas políticas para a dinâmica do setor empresarial foi também o declínio do investimento produtivo por parte das empresas não financeiras brasileiras (MANTOAN, 2021). Neste sentido, a austeridade fiscal tem ido na contramão de sustentar a demanda agregada e impede que as expectativas dos agentes possam ser ancoradas na direção de retomar o investimento produtivo, que, em última instância, pode sancionar o crescimento econômico.

### Considerações finais

A partir da análise do comportamento do Indicador de Fragilidade Financeira Agregada, observou-se que os impactos da pandemia do Covid-19 foram mais brandos no que tange a fragilidade financeira das grandes empresas analisadas na amostra, quando comparados com a recessão de 2015 e 2016. Argumentamos que o processo de desalavancagem das empresas no período é decorrente da fraca recuperação da economia brasileira até 2019. Sugerimos que, devido a persistente insuficiência de demanda agregada no pós-recessão (aprofundada pelas políticas de austeridade), não houve a formação de estado de expectativas capaz de impulsionar a retomada do investimento privado. A análise endossa a tese de que estímulos estritamente *supply-side*, como a redução das taxas de juros e desonerações, se mostram ineficazes para deflagrar um novo ciclo positivo de investimentos privados. Mesmo com a disponibilidade de captação de recursos junto às instituições financeiras e ao mercado de capitais, a insuficiência de demanda agregada não reduz a incerteza para a tomada de decisão concernente ao investimento produtivo e, consequentemente, impede a retomada do crescimento econômico.



A despeito do fracasso das políticas de austeridade implementadas em diferentes frentes desde então, a agenda de reformas liberais segue prevalecendo, como a única solução na pauta da agenda econômica do país. Em conclusão, o planejamento do cenário pós-pandemia, exige, sobretudo, a ruptura com a agenda de austeridade e a efetivação de políticas de sustentação da demanda agregada, com destaque para um aumento substancial do investimento público, com geração de emprego, a fim de contrariar a retomada do crescimento a partir da ancoragem de um novo estado de expectativas, revertendo o quadro adverso o qual estamos presenciando por seguidos anos. Logo, tal encaminhamento propositivo exige a revisão das regras fiscais vigentes que sufocam um importante componente da demanda agregada e inviabilizam a utilização dos gastos do governo como instrumento anticíclico.

### Referências

- BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. SPE, p. 1025-1062, 2017.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, setembro de 2008.
- CARVALHO, Laura. Valsa Brasileira: Do Boom ao Caos Econômico. **Todavia**, São Paulo. 2018.
- CENTENO, Vinícius. Os canais de reprodução da financeirização ao nível das firmas não-financeiras: As particularidades do caso brasileiro após o Plano Real. Dissertação (Mestrado em Economia). **Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense**, Niterói, 2021.
- DAVIS, L. E.; DE SOUZA, J. P. A.; HERNANDEZ, G. An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy. **Cambridge Journal of Economics**, v. 43, n. 3, p. 541-583, 2019
- FEIL, Fernanda; FEIJÓ, Carmem. Development Banks as an Arm of Economic Policy—Promoting Sustainable Structural Change. **International Journal of Political Economy**, v. 50, n. 1, p. 44-59, 2021.
- LAVINAS, Lena; CORDILHA, Ana Carolina. Reforma da Previdência: Qualificando o debate brasileiro à luz de experiências internacionais. **Revista do Núcleo de Estudos de Economia Catarinense**, v. 8, n. 15, p. 35-43, 2019.
- MANTOAN, Eduardo. Investimento e desenvolvimento em economias financeirizadas: Um estudo para o Brasil pós-tripé macroeconômico. Dissertação (Mestrado em Economia). **Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense**, Niterói, 2021.
- MANTOAN, Eduardo; CENTENO, Vinicius da Silva. Uma análise minskyana para uma economia financeirizada: evidências para empresas não-financeiras brasileiras (2012-2019). In: **Anais do XIII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. São Bernardo do Campo – SP (Online), 2020.
- MINSKY, H. P. Stabilizing an unstable economy. New Haven: **Yale University Press**, 1986.
- MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis. **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper no 74**, 1992.
- OREIRO, J.; PAULA, L. F. **A economia brasileira no governo Temer e Bolsonaro: uma avaliação preliminar**. 2019. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/336147850\\_A\\_economia\\_brasileira\\_no\\_governo\\_Temer\\_e\\_Bolsonaro\\_uma\\_avaliacao\\_preliminar](https://www.researchgate.net/publication/336147850_A_economia_brasileira_no_governo_Temer_e_Bolsonaro_uma_avaliacao_preliminar). Acesso em 31/03/2021.



PAULA, L. F., OREIRO, J. L. Macroeconomia da Estagnação. **Insight e Inteligência**, n. 87, p. 90-99, out/nov/dez, 2019.

PIRES, Manuel. Investimentos públicos: 1947-2020. Observatório de Política Fiscal: FGV-IBRE. Acesso em 25 de junho de 2021: <<https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/posts/investimentos-publicos-1947-2020>>. Maio, 2021.

TORRES FILHO, E. T., MARTINS, N. M., & MIAGUTI, C. Y. Minsky's financial fragility: an empirical analysis of electricity distribution firms in Brazil (2007–2015). **Journal of Post Keynesian Economics**, 42(1), 144-168, 2019.



