



LUMA SOUZA RAMOS

**A hipótese da instabilidade financeira e o encontro de
Minsky com a economia brasileira: a experiência das
corporações nacionais nos anos 2000 e o caso da
Sadia na crise de 2007/2008**

**Campinas
2014**



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

LUMA SOUZA RAMOS

**A hipótese da instabilidade financeira e o encontro de Minsky
com a economia brasileira: a experiência das corporações
nacionais nos anos 2000 e o caso da Sadia na crise de
2007/2008**

Profa. Dra. Simone Silva de Deos – orientadora

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA DISSERTAÇÃO DEFENDIDA PELA ALUNA LUMA
SOUZA RAMOS E ORIENTADA PELA PROF^ª. DR^ª.
SIMONE SILVA DE DEOS.**


Orientadora

CAMPINAS

2014

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Maria Teodora Buoro Albertini - CRB 8/2142

R147h Ramos, Luma Souza, 1989-
A hipótese da instabilidade financeira e o encontro de Minsky com a economia brasileira : a experiência das corporações nacionais nos anos 2000 e o caso da Sadia na crise de 2007/2008 / Luma Souza Ramos. – Campinas, SP : [s.n.], 2014.

Orientador: Simone Silva de Deos.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Minsky, Hyman P., 1919-. 2. Corporações - Brasil. 3. Derivativos (Finanças). I. Deos, Simone Silva de, 1968-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: The financial instability hypothesis and Minsky's link with brazilian economy : the experience of national corporations in 2000's and Sadia's case at crisis 2007/2008

Palavras-chave em inglês:

Minsky, Hyman P., 1919-
Brazilian corporations
Derivatives (Finance)

Área de concentração: Teoria Econômica

Titulação: Mestra em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Simone Silva de Deos [Orientador]
Célio Hiratuka

Antonio Correa de Lacerda

Data de defesa: 28-07-2014

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas



DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

LUMA SOUZA RAMOS

A hipótese da instabilidade financeira e o encontro de Minsky com a economia brasileira: a experiência das corporações nacionais nos anos 2000 e o caso da Sadia na crise de 2007/2008

Defendida em 28/07/2014

COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dra. SIMONE SILVA DE DEOS
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. CÉLIO HIRATUKA
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dra. ANTONIO CORREA DE LACERDA
PUC/SP

RESUMO

A partir de 2003-2004, inaugurou-se um novo ciclo conjuntural virtuoso na economia brasileira. Ao longo da conjuntura de expansão, as perspectivas e performances dos agentes nacionais se diferenciaram, aproveitando um leque mais amplo de oportunidades que se abriu. As corporações brasileiras utilizaram as melhorias no cenário interno e externo para aprimorar os seus parques industriais, os modelos de gestão, as estratégias concorrenciais e as estruturas patrimoniais. Elas também intensificaram os investimentos em participação e aquisição de outras corporações; direcionaram seus esforços rumo ao crescimento das operações, à diversificação, à sofisticação das aplicações financeiras e à internacionalização das plantas produtivas. Nesse cenário, destaca-se um episódio singular para a economia do Brasil: um conjunto de empresas não-financeiras nacionais apresentaram perdas importantes e se encontraram em situações de ausência de liquidez e, em alguns casos, insolvência e que, por conseguinte, deram origem à reestruturações organizacionais. Aproximadamente duzentas empresas, segundo dados do BNDES (2011), estavam operando com alta alavancagem no mercado de câmbio e especulando por uma apreciação do real frente ao dólar, em operações *target forward*. A partir desse entendimento, o objetivo desse trabalho é, com base no arcabouço teórico minskyano, em especial sua hipótese da instabilidade financeira, e tendo como referência as características específicas da economia brasileira, analisar o caso das corporações brasileiras envolvidas em especulação com derivativos cambiais, em 2008. Usar-se-á, nesse intuito, um episódio representativo, o da Sadia (SADIA S.A.). A tipificação deste caso pode ora se contrapor às mudanças nos instrumentos de atuação e opções estratégicas do empresariado nacional, ora comprovar a existência de um capitalismo brasileiro contraditório que leva a sequentes crises e flutuações econômicas. A hipótese que permeará a discussão é que certas empresas brasileiras no momento de bonança e relativa estabilidade macroeconômica, aproveitando-se das demais características existentes no período compreendido entre 2003-2008, passaram a se posicionar, crescentemente, de forma alavancada e especulativa no mercado financeiro, a fim de obterem maiores rendimentos não operacionais no curto prazo, fenômeno este que pode ser enquadrado na perspectiva da Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky.

Tal comportamento pode ser associado à idéia minskyana de que em períodos de relativa estabilidade e/ou de crescimento econômico, os agentes, ao terem suas expectativas concretizadas e, com conseqüente, aumento de lucratividade, tendem a diminuir suas percepções de risco, a se alavancarem e, por conseguinte, a deteriorarem suas margens de segurança. Desta forma, períodos de relativa estabilidade conduzem e germinam as sementes para a instabilidade e para as crises. Logo, as conjunturas econômicas, internas e externas, influenciam na tomada de decisão e na alocação dos portfólios dos agentes.

Palavras-chave: Hipótese da Instabilidade Financeira, corporações brasileiras, derivativos cambiais

ABSTRACT

From 2003-2004, started a new virtuous economic cycle in the Brazilian economy. Along the scenario of expansion, the prospects and performance of national officials differed by leveraging a wide range of opportunities opened. Brazilian corporations used the improvements in the internal and external environment to enhance its industrial parks, business models, competitive strategies and equity structures. They also stepped up investments in participation and acquiring other corporations; directed their operations towards growth, diversification, sophistication of financial investments and internationalization of production plant's efforts. In this scenario, there is a unique episode for Brazil's economy: a set of national non-financial companies reported major losses and found themselves in situations of lack of liquidity and, sometimes, insolvency and therefore gave rise to organizational restructuring. Approximately two hundred companies, according to data from BNDES (2011), were operating with high leverage in the foreign exchange market and speculating on the real appreciation against the dollar in target forward operations. The aim of this work is with a minskian theoretical framework, in particular his financial instability hypothesis, and with reference to the specific characteristics of the Brazilian economy, consider the case of Brazilian corporations involved in speculation on currency derivatives, in 2008. In this order, this study will analyze a representative episode, the Sadia (Sadia SA). This case interpretation can sometimes counteract the changes in the instruments of action and strategic options of the national business, now prove the existence of an adversarial Brazilian capitalism that leads to sequential crises and economic fluctuations. The hypothesis that will permeate the discussion is that certain Brazilian companies at the time of prosperity and relative macroeconomic stability, taking advantage of other existing features in the period 2003-2008, began to put themselves, increasingly so leveraged and speculative financial market to get higher non-operating income in the short-term, a phenomenon that can fix in the context of the Financial Instability Hypothesis (FIH) Minsky. Such behavior could be associated with minskian idea that during periods of relative stability and / or economic growth, the agents when they realized their expectations and, so, increased profitability, tend to decrease their risk perceptions, to leverage and therefore, the

safety margins deteriorate. Therefore, periods of relative stability and lead germinate the seeds of instability and seizures. So, economically, internal and external contexts influence in decision-making and allocation of portfolios of agents.

Keywords: Financial Instability Hypothesis, brazilian corporations, currency derivatives

ÍNDICE DE TABELAS E QUADROS

| | |
|--|----|
| Quadro 1.1- Estratégias do desenvolvimento capitalista..... | 21 |
| Tabela 1.2- Evolução dos fundos institucionais nos Estados Unidos de 1975 até 1991..... | 25 |
| Tabela 2.1- Variáveis macroeconômicas brasileiras entre 2003-2008..... | 62 |
| Tabela 3.1- Sadia: Principais indicadores consolidados, entre 2003 e 2008, valores em R\$mil..... | 80 |
| Tabela 3.2- Sadia: principais indicadores consolidados, entre 2007 e 2008, em R\$mil..... | 84 |
| Tabela 3.3- Sadia: Exposição cambial em 30 de setembro de 2008, em US\$ mil e R\$ mil..... | 86 |
| Tabela 3.4- Sadia: Evolução dos indicadores de mercado em 2008..... | 88 |
| Quadro 3.1- Simulação de resultados da operação <i>Target Forward</i> , valores em milhões de reais..... | 94 |

ÍNDICE DE GRÁFICOS

| | |
|--|----|
| Gráfico 2.1- Endividamento x Rentabilidade das empresas nacionais..... | 65 |
| Gráfico 2.2- Crédito x Financiamento no Brasil- entre 2002 e 2008..... | 67 |
| Gráfico 2.3- Número de empresas brasileiras com o capital aberto entre 2003-2008..... | 69 |
| Gráfico 2.4- Comportamento da taxa de câmbio x Movimento do câmbio contratado no Brasil, de 2003 até 2008..... | 73 |
| Gráfico 3.1- Simulação de resultados da venda de dólar <i>forward</i> | 91 |
| Gráfico 3.2- Simulação do resultado da venda de opção de compra de dólar..... | 93 |
| Gráfico 3.3- Simulação resultado da operação <i>Target Forward</i> | 95 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| INTRODUÇÃO..... | 01 |
| CAPÍTULO I: Hipótese da Instabilidade Financeira e o modelo de gestão corporativa, o <i>shareholder value</i> | |
| Apresentação..... | 07 |
| 1.1- Hyman Minsky e a Hipótese da Instabilidade Financeira..... | 08 |
| 1.1.1- A Hipótese da Instabilidade Financeira..... | 14 |
| 1.2- <i>Money manager capitalism</i> (Capitalismo dos gestores de dinheiro)..... | 21 |
| 1.3- Dimensão microeconômica no <i>money manager capitalism</i> | 30 |
| 1.3.1- A relação agente-principal..... | 37 |
| 1.3.2- O princípio da maximização do valor do acionista..... | 38 |
| Considerações finais..... | 41 |
| CAPÍTULO II: O capitalismo instável brasileiro: comportamento das grandes empresas nacionais e a sua relação com o ambiente macroeconômico (1980-2008) | |
| Apresentação..... | 43 |
| 2.1- A situação empresarial de 1980 a 2003..... | 45 |
| 2.1.1- Características das empresas em um contexto de alta inflação com restrição externa (1982/1990)..... | 46 |
| 2.1.2- Características das empresas em um contexto de alta inflação, abertura comercial e retorno do crédito externo (1990/1994)..... | 52 |
| 2.1.3- Características das empresas no contexto de estabilização monetária e abertura comercial e financeira (1994/2003)..... | 56 |
| 2.2- O comportamento das empresas brasileiras entre 2003 e 2008..... | 61 |
| 2.2.2- As vias de contágio da crise <i>subprime</i> no Brasil: o comportamento do câmbio no período..... | 69 |
| Considerações finais..... | 74 |

CAPÍTULO III: Hipótese de Instabilidade Financeira: uma ilustração do caso da Sadia

| | |
|---|------------|
| Apresentação..... | 77 |
| 3.1- O caso da Sadia..... | 79 |
| 3.1.1- A Sadia no biênio: 2007-2008..... | 83 |
| 3.1.2- Operações <i>Target forward</i> | 89 |
| 3.2- A Hipótese da Instabilidade Financeira x A experiência das corporações nacionais: uma adaptação ao caso brasileiro..... | 95 |
| 3.2.1- As institucionalidades e os agentes envolvidos..... | 96 |
| 3.2.2- A Hipótese da Instabilidade Financeira retrabalhada..... | 100 |
| 3.2.3- De episódios de fragilidade financeira à instabilidade sistêmica..... | 105 |
| Considerações finais..... | 109 |
| | |
| CONCLUSÃO..... | 111 |
| | |
| REFERÊNCIAS | |
| BIBLIOGRÁFICAS..... | 115 |

INTRODUÇÃO

It will be argued that instability is determined by mechanisms within the system, not outside it: our economy is not unstable, because, it is shocked by oil, wars or monetary surprises, but because of its nature (MINSKY, 1986, p.172).

A partir de 2003-2004, inaugurou-se um novo ciclo conjuntural virtuoso na economia brasileira, amplamente influenciado, do ponto de vista externo, pelo forte crescimento da economia chinesa, abundante liquidez e otimismo no cenário mundial. Internamente, o período foi marcado por um maior nível de atividade da economia doméstica, com um crescimento médio, entre 2003 e 2008, de 3,93% ao ano, segundo o IBGE, e melhora expressiva nos indicadores sociais, só interrompidos pelos efeitos da crise *subprime*. Ao longo da conjuntura de expansão, a performance e as estratégias do grande capital nacional foram afetadas, quer em função dos resultados obtidos e das expectativas que se formaram para o futuro a partir desse novo ciclo de expansão, quer pelas novas oportunidades abertas de alocação de portfólio em função das inovações que se introduziam em vários mercados.

Sabe-se que o período entre 1982 até 2003 foi de forte ajustamento para os agentes privados nacionais. A dinâmica econômica brasileira no período entre 1982 até 1994 pode ser caracterizada i) pelas baixas taxas de crescimento do PIB, ii) pela aceleração da inflação, iii) pela instabilidade acentuada das taxas de juros, iv) pelo crescimento da dívida externa e v) pela crise no balanço de pagamentos. Já entre 1994-2003, a economia, inserida em um ambiente liberalizado e globalizado, foi particularizada pelo controle da inflação, pelo acirramento da concorrência dos produtos estrangeiros e pela forte apreciação do real frente ao dólar. Este momento histórico, entre 1982-2003, desorganizou as avaliações convencionais dos possuidores de riqueza e condicionou as posturas que passaram a ser assumidas. Os intervalos de profunda instabilidade monetária no ambiente econômico interno e a forte restrição de financiamento acirraram a incerteza e limitaram as oportunidades de atuação do empresariado brasileiro. Assim, a opção de ganhos elevados, seguros e líquidos nos títulos públicos estimulou a formação de posições financeiras

conservadoras e menos alavancadas por parte dos empresários domésticos, bem como incentivou a alocação da riqueza em opções que privilegiavam a rentabilidade financeira.

A menor instabilidade macroeconômica a partir de 2003 teve repercussões importantes nas expectativas dos agentes. Certas corporações brasileiras aproveitaram a melhoria nos cenários interno e externo para ampliar e modernizar os seus parques industriais, revisar seus modelos de gestão e alterar suas estratégias concorrenciais, com reflexo sobre suas estruturas patrimoniais. Nesse contexto, visando ao crescimento das operações e, em alguns casos, à internacionalização, fizeram novos investimentos e/ou adquiriram participação em outras empresas, bem como diversificaram e sofisticaram suas aplicações financeiras. Também aproveitaram a maior disponibilidade de financiamento e acessaram mais intensamente novos canais de captação, internos e externos.

De fato, a partir de 2004, observou-se um movimento de internacionalização das corporações nacionais, inicialmente puxado pelo aumento das exportações de *commodities* agrícolas e minerais. Grandes empresas brasileiras ampliaram seus investimentos no exterior, tanto por meio de fusões e aquisições, quanto por meio de novas plantas (*green field*), algumas se tornando líderes globais em seus setores de atuação. Os segmentos que se destacaram foram os ligados às especializações produtivas domésticas, recursos naturais e serviços de empresas de porte médio, e destinaram-se, principalmente, para os países da América Latina e Estados Unidos, em especial a Argentina e Chile, contribuindo para uma melhor inserção regional. As empresas, nesse contexto de maior estabilidade macroeconômica e maior rentabilidade interna associada a um ciclo externo virtuoso, foram influenciadas positivamente pela apreciação do real, que incentivou a entrada em novos mercados. Aponte-se também as melhores condições de financiamento, com linhas de crédito específicas e incentivos fornecidos pelo BNDES, contribuindo para o movimento. Segundo Hiratuka e Sarti (2011), esse ciclo foi importante para reduzir a dimensão "defensiva" das empresas, compensar a retração do mercado doméstico com maior inserção externa e ampliar a adoção de estratégias mais ativas de exploração e valorização das capacidades produtivas, comerciais e/ou financeiras.

Com a eclosão da crise de 2007/2008 a economia brasileira foi impactada em diversos aspectos. Uma das principais vias de contágio foi pela taxa de câmbio que, após setembro de 2008, manifestou uma abrupta desvalorização e representou uma brusca reversão à tendência que vinha se apresentando no cenário interno desde 2003. Anteriormente à crise *subprime*, a conjuntura internacional de vasta liquidez e certa estabilidade das variáveis macroeconômicas nacionais, associada às características estruturais da economia brasileira, de baixa aceitabilidade/conversibilidade internacional da sua moeda e altas taxas de juros, fizeram do Brasil um destino importante para as operações especulativas e para a entrada de capitais de curto prazo, bastante voláteis. Contudo, com o aumento da aversão ao risco e a intensa saída de capitais desencadeada a partir do aprofundamento da crise, o real se depreciou expressiva e rapidamente em relação ao dólar.

Nesse cenário, um grupo de empresas não-financeiras nacionais sofreu perdas importantes, experimentando problemas graves de iliquidez e até de insolvência e, por conseguinte, foram reestruturadas. Aproximadamente duzentas empresas, segundo dados do BNDES (2011), estavam operando com alta alavancagem no mercado de câmbio, especulando que haveria uma continuação da apreciação do real frente ao dólar, em operações *target forward*.

Tal comportamento, primeiramente, se caracteriza como resultado da mudança na lógica de valorização do capital dentro das corporações. Seria, nesse sentido, uma característica importante que as empresas apresentam na fase do *money manager capitalism* (MMC). De fato, Minsky denominou o estágio de desenvolvimento capitalista dos Estados Unidos a partir de 1982 de MMC. Esta etapa do capitalismo seria produto da afirmação e aprofundamento do ambiente de liberalização, da ascensão das finanças nos portfólios dos agentes, da livre atuação das forças de mercados, da redução do poder da política econômica, das ondas de inovações e do fortalecimento dos fundos de pensão. Este estágio apresenta como importantes pilares a financeirização e o novo conceito de valor e de valorização do capital dentro das empresas. Tais fenômenos se reproduzem em i) uma crescente inserção de empresas não-financeiras em mercados e produtos financeiros, atuando como instituições financeiras e ii) um direcionamento do foco dos gestores corporativos

apenas para a valorização da ação da empresa no curto prazo, o que estimula as práticas mais especulativas e alavancadas.

No tocante às empresas não-financeiras, nesse novo contexto a alta administração torna-se, frequentemente, alvo de pressão dos acionistas, pois ocorreu uma reorganização patrimonial, organizacional e de objetivos dentro das corporações. Desta forma, as empresas, antes caracterizadas pelas suas atividades produtivas e sujeitas basicamente às incertezas dessa dimensão, foram inseridas por um lado, na dinâmica financeira, tornando-se importantes atores na gestão de ativos, nos mercados de derivativos e nas bolsas de valores. Por outro lado, via o modelo de gestão implementado no período, o *shareholder value*, e na busca pela valorização mais intensa e mais rápida do preço das ações, as empresas começaram a assumir posições mais alavancadas. Isso, em conjunto com as demais transformações da fase do *money manager capitalism* apontadas acima, torna o sistema mais propício à geração de crises mais frequentes e complexas.

Dentre as contribuições de Minsky, a Hipótese da Instabilidade Financeira é amplamente conhecida. Ela aponta, como ideia geral, para a geração de flutuações inerentes ao funcionamento do sistema capitalista a partir da perspectiva de que há a formação de passivos concomitante à de ativos e que, à medida em que se desenrola um ciclo de expansão, os portfólios dos agentes tendem a ficar mais frágeis, com a assunção de posições mais especulativas. Nesse sentido, o autor aponta para uma conexão entre as esferas micro e macroeconômica uma vez que um ciclo de expansão e maior estabilidade induz à formação de portfólios mais especulativos por parte dos agentes, contribuindo para a geração de fragilidade subsequente. A estabilidade é, para o autor, desestabilizante.

A partir desse entendimento, o objetivo desse trabalho é, com base no arcabouço teórico minskyano, em especial sua hipótese da instabilidade financeira, e tendo como referência as características específicas da economia brasileira, analisar o caso das empresas brasileiras envolvidas em especulação com derivativos cambiais, em 2008. Para aprofundar a reflexão, será tratado um caso representativo, o da Sadia.

A hipótese adotada é que certas empresas brasileiras, no momento de bonança e relativa estabilidade macroeconômica, e dadas as características do período compreendido entre 2003-

2008, passaram a se posicionar crescentemente de forma especulativa, a fim de obterem maiores rendimentos não operacionais no curto prazo. Entende-se que este fenômeno pode ser enquadrado na perspectiva da Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky, feitas as devidas mediações históricas e institucionais. Tal comportamento pode ser associado à idéia minskyana de que em períodos de maior estabilidade e crescimento os agentes, ao terem suas expectativas concretizadas, tendem a diminuir suas percepções de risco, deteriorando suas margens de segurança. Desta forma, períodos de relativa estabilidade lançam as sementes para a instabilidade.

Para verificar essa hipótese, no primeiro capítulo desse trabalho buscar-se-á averiguar as contribuições teóricas de Hyman Minsky, principalmente a HIF, e a sua visão sobre as transformações monetária-financeiras da economia americana e mundial sobretudo a partir da fase iniciada em 1982, que ele denominou de *money manager capitalism*. Tal período será destacado pois representou uma ruptura na governança das grandes empresas, uma vez que as transformações macroeconômicas e institucionais levaram à ascensão de uma "nova" lógica de valorização do capital e a um novo modelo de gestão das corporações, o *shareholder value*. Adicionalmente, terá o objetivo de construir as “pontes” entre a dimensão macroeconômica, privilegiada na teoria minskyana, e o plano microeconômico, onde estão as decisões dos agentes.

O capítulo seguinte é dedicado à economia brasileira, percorrendo o período entre 1985 até 2008, a fim de capturar as transformações nos instrumentos e estratégias das empresas nacionais. Devido à extensão deste intervalo temporal, inicialmente, serão estudados os comportamentos, em termos de decisões de produção, de preço e de financiamento, em um ambiente que combinava alta instabilidade e restrição ao crédito externo, entre 1982 e 1990. Em seguida, será tratada a etapa entre 1990/1994, marcada por acentuada inflação, progressiva reinserção ao mercado de crédito externo e abertura comercial. Na sequência, será analisado o comportamento das empresas nacionais no contexto de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização: 1994 à 2003. Por fim, serão discutidas as transformações e estratégias mais relevantes do segmento empresarial nos anos mais recentes, entre 2003-2008.

O objetivo do capítulo II será o de desenvolver as interações entre os planos macro e microeconômico, apontando os reflexos dos períodos de instabilidade sobre as estratégias das corporações domésticas, refletidas em seus portfólios. Busca-se argumentar que em momentos de maior instabilidade monetária, como no intervalo entre 1982-1994, as empresas brasileiras tiveram suas oportunidades limitadas, tornando-se mais avessas ao risco e alocando seus recursos em ativos mais líquidos, especialmente, títulos públicos, em busca de alta rentabilidade e segurança. Em contrapartida, o ciclo recente, entre 2003-2008, mostrou que em períodos de maior estabilidade macroeconômica, com maior expansão e até certa “euforia” entre os agentes, o comportamento das empresas brasileiras tendeu a um maior risco, com muitas operando de forma mais especulativa e alavancada.

Por fim, no último capítulo será retrabalhada a hipótese da instabilidade financeira, procurando adequá-la ao contexto da economia brasileira. A referência será o caso da Sadia e a análise se concentrará, nesse momento, no período 2003 - 2008. O objetivo será o de, fazendo as devidas mediações para as singularidades brasileiras, apontar para a geração endógena de um ciclo de fragilidade financeira.

CAPÍTULO I: Hipótese da Instabilidade Financeira e o modelo de gestão corporativa, o *shareholder value*

To understand the short-term dynamics of the business cycle and the longer-term evolution of economies it is necessary to understand the financing relations that rule, and how the profit-seeking activities of businessmen, bankers and portfolio managers lead to the evolution of financial structures...Consumer sovereignty is subordinated to the vision of entrepreneurs and the critical analysis of bankers in determining the path of the economy (MINSKY, 1993, p.106).

Apresentação

A crise *subprime*, eclodida entre 2007/2008, permite resgatar alguns traços fundamentais do capitalismo atual. A primeira característica é o intenso processo de globalização e a ascensão das finanças e das grandes massas de recursos financeiros administrados na dinâmica econômica mundial, sendo os Estados Unidos pioneiro e difusor dessas transformações. O trabalho de Hyman Minsky recupera e aponta elementos teóricos centrais para o entendimento dos movimentos e da economia no período pós-II Guerra Mundial, particularmente na dimensão das finanças.

Ao final da Guerra, verificou-se a consolidação de uma nova ordem financeira e monetária internacional, inicialmente manifestada pelos virtuosos anos para a economia americana e mundial, sob as regras e Bretton Woods. Após os anos 1970, a economia foi marcada pelos movimentos de liberalização comercial e de capitais, inovações financeiras e pela maior frequência de crises e *booms*.

Com base nesse entendimento, esse capítulo tem o objetivo de analisar as transformações sistêmicas rumo à ascensão dos fundos institucionais e das finanças dentro dos portfólios das corporações não-financeiras, e articular elementos da perspectiva macroeconômica com o comportamento das empresas. O intuito é argumentar que, associado ao movimento observado sobretudo a partir dos anos 1970, de ampliação e dominância das finanças, se afirmou, progressivamente, um novo modelo de estrutura e gestão das corporações, conhecido como *shareholder value*. Este direcionou e aprofundou as estratégias empresariais para ganhos e alocação da riqueza na sua forma mais abstrata, modificou a lógica de valorização do capital,

incentivou a exacerbação das posições mais arriscadas,- pela maior especulação e alavancagem-, e submeteu as decisões de alocação dos recursos das corporação aos interesses dos mercados financeiros.

O ponto de partida deste capítulo será a análise dos principais pressupostos e da linha de argumentação de Hyman Minsky. Enumerar-se-á as diferentes fases do capitalismo e especificar-se-á as transformações da economia americana no pós-II GM com a transição para o que Minsky define como *money manager capitalism*, no início dos anos 1980. Esta etapa é caracterizada pelo domínio dos grandes investidores institucionais no controle de empresas e na posse de volumosas massas de recursos, que influenciam os mercados financeiros e acentuam a sua fragilidade em âmbito internacional. Tal período será destacado pois representou uma ruptura na governança das grandes empresas. Uma vez que, as transformações macroeconômicas e institucionais norte-americanas contextualizaram e inspiraram, neste setor, a ascensão de uma "nova" lógica de valorização do capital e de um modelo gestão das corporações, o *shareholder value*. Adiante, se fará uma breve descrição dos principais elementos e diretrizes desse molde de governança corporativa.

1.1- Hyman Minsky e a Hipótese da Instabilidade Financeira

Economistas das mais diversas correntes e linhas teóricas, escreveram sobre as transformações do sistema capitalista e a crise de 2007/2008, com interpretações que acirraram o debate e enriqueceram a teoria econômica. Para o objetivo central dessa pesquisa: - analisar a fragilidade financeira das empresas não-financeiras brasileiras- Minsky é central, pois agrega ao debate elementos evolucionários, institucionais, monetários e financeiros, principalmente a partir dos textos de Keynes, Kalecki e Schumpeter.

Hyman Minsky ocupou-se em estudar o comportamento das finanças no contexto das transformações sofridas pelo sistema econômico desde o final da II Guerra Mundial, focado nos conceitos evolucionários e na importância das instituições sobre os agentes. O autor observou a deterioração das margens de segurança dentro da economia americana, as mudanças ocorridas

dentro das corporações, organizações e instituições, oriundas do *managed money*¹. Para ele, o modelo neoconservador adotado pela economia americana ao longo dos anos 1970 em conjunto com as mudanças estruturais, institucionais e inovações no setor financeiro, ampliaram a sua fragilidade e instabilidade, pois possibilitaram a geração de crises financeiras mais frequentes, severas e duradouras. Minsky apresenta, ainda, em seus trabalhos, discussões que ultrapassam a esfera financeira, como: a criação e distribuição de renda, interrelações entre estruturas de mercado, bancos e institucionalidades, insegurança econômica, reforma tributária e papel do Estado. Dessa forma, seus trabalhos são essenciais para o entendimento da dinâmica capitalista e para refletir sobre recomendações e políticas para conter a sua instabilidade fundamental e inerente.

O ponto de partida de Minsky é a definição da economia capitalista como um sistema endogenamente instável e desigual, caracterizado por uma dinâmica cíclica, de interpenetração dos balanços, transformações dos métodos produtivos, comportamentos diferenciados entre os agentes econômicos ao longo do tempo, e por uma permanente dialética oriunda da competição e inovações. Um modelo econômico criativo, sempre em busca de ampliação do capital², que apresenta, em contrapartida, elevação nos preços dos ativos e recessões, resultantes das suas forças intrínsecas e da racionalidade especulativa dos seus agentes. Tal visão pode ser adequada como uma alternativa à noção de “mercados eficientes” e à defesa do *laissez-faire*.

As principais críticas do autor sobre a teoria neoclássica, estão centradas na negação desta da importância da moeda e do sistema financeiro como determinantes e fontes de flutuações na dinâmica capitalista, na defesa que esta fez da liberalização dos mercados e na ausência de explicações para a instabilidade financeira. Minsky aponta que não existem evidências históricas e teóricas robustas que confirmem que os mercados, sozinhos, podem produzir prosperidade

1

O *managed money* é a denominação de Minsky para a massa de recursos administrados que passaram a ser administrados pelos fundos institucionais. Esse termo será amplamente discutido na seção 1.2.

²Sobre isso, Minsky (1975) acrescenta “*The process of accumulation tend to generate monopolistic and near-monopolistic market structures together monopolies: i.e., the economy is not efficient*”(MINSKY, 1975, p.5)

generalizada e estabilidade econômica³. Sendo assim, ele sugere que a presença de uma estrutura financeira sofisticada em conjunto com a ação do Estado (big bank e big government) podem diminuir e evitar a existência de estagnação e grandes depressões. O autor propõe ainda que: *“in the world where the internal dynamics imply instability, a semblance of stability can be achieved or sustained by introducing conventions, constraints and interventions into the environment”*(MINSKY, FERRI, 1991, p.20).

Para atingir essas conclusões, Minsky parte de alguns pressupostos primordiais, que podem ser agrupados em sete pontos: (i) a referência de uma economia sofisticada e conduzida pelas suas instituições financeiras, (ii) a importância das inovações financeiras, (iii) a influência e importância dos arranjos institucionais, (iv) a perspectiva de que todos os agentes podem ser representados na forma de balanços, em que seus passivos e ativos são relevantes para a decisão de alocação da riqueza, (v) a presença de incerteza e a imprevisibilidade em relação ao futuro, (vi) o movimento cíclico e dialético da economia e (vii) a noção de relações instáveis entre investimentos e finanças. A partir disso, ele propõe uma construção teórica sobre a dinâmica capitalista. Vejamos, a seguir, cada um dos pressupostos em mais detalhes.

A reflexão de Minsky toma como objeto central a economia americana a partir das transformações do final da II Guerra Mundial, com uma estrutura de mercado de capitais desenvolvidos, articulados e com complexas organizações monetárias e financeiras. Para ele, esse sistema econômico possuía um *big government*, um *big bank* e regras que condicionariam a forma como a riqueza seria alocada, seja em estoque de ativos de capital já existentes, seja na produção de novos, a depender do comportamento e escolhas dos próprios agentes. Os agentes possuiriam estímulos para buscar lucros e acumularem mais riqueza, com um impulso para sempre ampliá-los.

Outra característica essencial da sua construção teórica é a relevância e o papel central desempenhados pelas instituições financeiras. Para o autor, elas são primordiais na determinação

³Sobre o tema, Papadimitriou e Wray (2008, p.1) apontam que: *“However, “stability is destabilizing”, as relative tranquility encourages more risk-taking and innovative behavior that increases income even as it disrupts the conditions that generate “coherency” and “tranquility”. That is, the market forces that operate when a system is stable will push it toward instability, so that even if anything like an equilibrium could be achieved, it would set off behavioral responses that would quickly move the economy away from equilibrium.”*

do comportamento capitalista e responsáveis pelo desenvolvimento econômico. As finanças⁴ influenciariam nas posições e condições assumidas para financiar o estoque de ativos de capital existentes, as atividades de consumo e/ou investimento (ampliação do estoque de capital) e por fim, impactaria nos compromissos de pagamentos (contratos financeiros) assumidos. Em contrapartida, as instituições que fornecem crédito e liquidez, (bancos e organizações financeiras), estão também sempre à procura de oportunidades e desenvolvem novos canais e brechas para poderem explorar seus interesses.

A principal manifestação dos pressupostos anteriormente apontados está nas inovações financeiras schumpeterianas⁵, segundo Minsky. Conforme sugere o autor, elas são endógenas ao sistema e permitem a expansão da atividade. *Every institutional innovation which results in both new ways to finance business and new substitutes for cash assets decreases the liquidity of the economy* (MINSKY, 1957, p.184). Vale dizer, estas permitem modificar o panorama de estratégias e opções, substituir ativos, aumentar a liquidez, burlar as regulações e restrições existentes e, conseqüentemente, ampliar a fragilidade e reduzir as margens de segurança do sistema. *Nowhere is evolution, change and entrepreneurship more evident than in banking and finance and nowhere is the drive for profits more clearly the factor making for change* (MINSKY, 1993, p.106).

Minsky ao analisar as instituições, é bem enfático e diversas vezes as coloca como o núcleo da dinâmica econômica, externando um importante *link* entre a teoria pós-keynesiana e institucionalista (Minsky, 1986, 1992, 1993, 1994). Para o autor, as instituições, em adição às regulações e intervenções, são determinantes para o comportamento dos agentes, visto que têm a importância de direcionar os acontecimentos nos mercados, ao estabelecerem as barreiras e restrições às ações dos agentes. Podem, assim, influenciar, facilitar, conduzir e guiar o capitalismo.

⁴*Finance is an entrepreneurial activity. Not only does innovation takes place in finance but product and process innovation in business often leads to the need for the financial system to adjust to new financing requirements. Because each financial institution is profit seeking and has labor costs and captal invested. Not all of the cash flows that operating units send on their way towards the ultimate owners of wealth end up as incomes of the ultimate owners of wealth*” (MINSKY, 1992d, p.8).

⁵E mais, o autor americano aponta que: *Schumpeterian creation and destruction occurs in finance as well as in products and processes. The essential point of Schumpeter’s view of money and banks is that new combinations in production and in products could not appear without being financed: finance and development are in a symbiotic relation. Restricting the Schumpeterian vision to technology or even industrial organization misses the integrated character of Schumpeter’s vision* (MINSKY, 1990 apud KREGEL, BURLAMAQUI, 2006, p.16).

Com base nesta concepção, as instituições e intervenções balizam os comportamentos e determinam claramente a trajetória econômica ao longo do tempo, ora progressiva, ora estagnada, ou em processo de deterioração (Minsky, Ferry, 1994). Para o autor, estas são características de uma economia capitalista moderna, e cada estrutura institucional é construída de uma forma particular, a partir das adaptações às conjunturas e particularidades existentes. Posto isso, seus resultados podem se manifestar de forma específica ou sobre toda a atividade econômica, sendo essas singularidades formadas a partir das interações dos fatores e características históricas e estruturais próprias. [...] *a capitalist economy with sophisticated financial institutions is capable of a number of modes of behavior and the mode that actually rules at time depends upon institutional relations, the structure of financial linkages, and the history of the economy* (MINSKY, 1992, p.3).

Outro elemento, e uma das principais contribuições teóricas do autor foi a percepção de que todos os agentes, isto é, famílias e organizações capitalistas, bem como governos, são portadores de balanços, ou seja, detentores de um conjunto de ativos e passivos. Sendo assim, a decisão de portfólio⁶ envolve a escolha dos ativos, instrumentos reais e financeiros, e da forma como eles serão financiados, vale dizer, a composição dos seus passivos. Ao ocorrer uma variação no lado dos ativos, o passivo varia paralelamente, para preservar a igualdade no balanço. Esse processo estabelece uma sequência datada de fluxos de caixa e uma série temporal de compromissos de pagamento, com recebimentos e pagamentos em moedas e prazos estabelecidos por contratos. Nesse contexto os compromissos de pagamento são certos, -relações contratuais, que devem ser honradas-, já as receitas são incertas, sujeitas a grande volatilidade, e podem mesmo não se realizar, sendo como uma categoria altamente expectacional⁷.

⁶*One way every economic unit can be characterized is by its portfolio: the set of tangible and financial assets it owns and the financial liabilities on which it owes* (MINSKY,1975, p.118).

⁷*In as much as the effective demand for current output by a sector is determined not only by the current income flows and current external finance but also by the sector's cash-payment commitments due to past debt, the alternative interpretation can be summarized by a theory of the determination of the effective budget constraints. The economics of the determination of the budget constraints logically precedes and sets the stage for the economics of the selection of particular items of investment and consumption* (MINSKY, 1975, p.132).

Vale apontar, ainda, que a incerteza é um elemento chave na obra de Keynes, fruto da existência do futuro, que condiciona os motivos e decisões para alocação da riqueza. Ela influencia assim, no estado de confiança, nas expectativas subjetivas dos agentes. Tal categoria é também central na teoria de Minsky e se manifesta no desconhecimento dos agentes do comportamento da taxa de juros, dos rendimentos e dos preços dos bens de capital no futuro. A moeda tem, dessa forma, grande importância nessa dinâmica, pois ela é o veículo pelo qual os compromissos são gerados e quitados. Sendo assim, mesmo não gerando rendimento, ela garante o imediato pagamento dos compromissos, tem liquidez infinita e é um ativo seguro para enfrentar contingências. Logo, as projeções e estágios de preferência pela liquidez variam para cada agente e são reflexos da existência da moeda dentro dessa economia.

O sexto pressuposto minskyano se baseia na ideia de que o sistema econômico é composto por diferentes estados transitórios, cíclicos, de *boom*, crise, deflação de dívida, estagnação ou expansão. Cada etapa carrega as sementes para a sua própria destruição, uma vez que é endógena e parte da dialética fundamental do capitalismo, o que contribui para a geração de desequilíbrios e instabilidade dentro do sistema econômico. Ademais, a dinâmica capitalista é construída a partir das relações de investimentos, que são inerentemente instáveis e articuladas por um rastro de dívidas. Logo, flutuações no produto, emprego e mesmo crises são intrínsecas à dinâmica capitalista. Isso não quer dizer que não ocorram choques exógenos, mas apenas que eles não são condição necessária para que reversões cíclicas ocorram. *From time to time, especially during strong economy expansions and contractions, complementarity due to financial interactions become a dominant though transitory trait of our economy* (MINSKY, 1978, p.2).

Por fim, outro elemento e uma das questões centrais da contribuição minskyana foi a percepção da relação instável entre as decisões de investimentos e as suas formas de financiamento. Minsky foge da discussão das variações na produtividade técnica do capital e insere a análise do investimento no debate de alocação da riqueza e escolha dos portfólios, apontando o papel dos passivos e a dimensão do seu financiamento. Segundo o autor, para promover investimentos o agente precisa financiá-lo e isso é um custo, é oneroso. Contudo, os investimentos são feitos tendo a expectativa de ganhos, que podem se realizar ou não. Quando isso

não ocorre, os agentes ainda tem que arcar com os compromissos financeiros assumidos e, para isso, devem se desfazer dos seus ativos. Logo se evidencia os elementos para a ocorrência de crises e desequilíbrios.

1.1.1- A Hipótese da Instabilidade Financeira⁸

Dentro desse arcabouço destaca-se uma das mais importantes contribuições de Minsky, a sua Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF⁹). Ela está imbricada no conjunto de processos interdependentes e de interações e relações de endividamento, que são as bases para as economias modernas (Hermann, 2002). Manifesta-se nas ligações intertemporais dos bens de capital e das operações de refinanciamento, na compatibilidade entre saída de recursos e fluxo de rendas. Para Tymoingne(2006, p.2): *The aim of these hypothesis is to show that the normal functioning of "a capitalist economy endogenously generates a financial structure which is susceptible to financial*

⁸Faz-se necessário ressaltar as diferenças entre a ideia de fragilidade e a de instabilidade financeira. O conceito de fragilidade financeira está atrelado aos agentes e às relações de refinanciamento e liquidação das dívidas. Esse comportamento dos agentes, em âmbito agregado, dado o pressuposto minskyano de interpenetração dos balanços, toma um caráter sistêmico e tem uma propensão a afetar o sistema econômico como um todo, que é o caso da instabilidade. Assim, são conceitos associados, e um paralelo entre fragilidade e instabilidade que pode ser construído é que o aumento da fragilidade financeira leva ao aumento da instabilidade e volatilidade, vale dizer também que o processo de fragilidade financeira pode ser imperceptível e desencadeia os períodos de *boom* e inflação de dívidas, e das crises. *Financial fragility is defined as the dependence of financial positions (balance sheets, income account, cash-flow accounts) on refinancing and liquidation. Financial instability refers to the propensity of financial fragility to affect the economic process; it ultimately materializes itself by a debt-deflation process: An increase in the ratio of Ponzi finance, so that it is no longer a rare event, is an indicator that the fragility of the financial structure is in a danger zone for a debt-deflation* (Minsky, 1986, p. 379).

⁹*His theses on financial fragility and instability stem from his vision of the financial process as an essentially human confrontation of the present with the future, mediated by all the psychological baggage humans carry to major life decisions: their self-deception, opportunism, and insecurity as well as their faith, imagination, and steadfastness* (FOLEY,1998, p.3).

The financial instability hypothesis is rich. It not only offers an explanations of stagflation that goes beyond the money supply, the fiscal posture of the government or trade union misbehaviour. It integrates the formation of relative prices with the composition of aggregate demand. [...] Profits are that part of prices that support the financial system and the structure of financial relations by providing the cash flows that validate past financial commitments[...]But more important than these in detailed results is the big theorem that emerges: this theorem is that a capitalist economy with sophisticated financial institutions is capable of a number of modes of behaviour and the mode that actually rules at any time depends upon institutions relations, the structure of financial linkages, and the history of the economy (MINSKY, 1978, p.2).

crises" because of the higher sensitivity of the economy to changes in income, cash commitments and asset prices.

A HIF é produto dos pressupostos de Minsky e estabelece uma problemática que envolve a noção de que, além das inquietudes quanto à realização de um investimento, os empresários ainda devem se preocupar com os passivos que são gerados. O objetivo central dos capitalistas é a acumulação e a multiplicação de lucros, sendo estes derivados das opções e escolhas de investimento¹⁰. As condições de financiamento e o comportamento dos preços dos ativos financeiros em relação ao preço da produção corrente ao longo do ciclo são, nessa análise, determinantes para o sistema econômico.

A capitalist economy only works well as an investing economy for investment generates profits. Profit expectations make debt financing possible and help determine the demand for investment output. Investment takes place because it is expected that capital assets will yield profits in the future, but these future profits will be forthcoming only if future investment takes place. Profits are the carrot and the stick that make capitalism work (MINSKY, 1978, p.14).

À medida que o preço e/ou o rendimento se distanciam para um valor abaixo do esperado, ou então, se aumenta a parcela financiada por recursos externos à unidade para além do estipulado previamente, há uma redução das margens de segurança¹¹, pois o empresário, ao longo do processo produtivo, incorreu em compromissos e esses deverão ser pagos.

O cerne da questão é que os compromissos financeiros assumidos deverão ser honrados e devem ser cumpridos em um momento certo, enquanto as receitas são expectativas, pois não existe certeza quanto à realização da produção¹². Há, assim, uma dependência entre o lado real e

¹⁰Essa explicação é baseada na teoria dos lucros de Kalecki. Na HIF, os lucros são determinados como Kalecki mostra, como o fluxo de caixa que pode ou não validar os compromissos firmados no passado. Ela integra a visão kaleckiana de determinação dinâmica dos lucros com o modelo institucional existente, que marca a integração entre a estrutura de passivos adquiridos com os lucros esperados (KALECKI, 1971).

¹¹É importante destacar que Minsky aponta outras formas de deterioração das margens de segurança, como pelo acúmulo de dívidas pelas famílias, pela instabilidade desencadeada pela dinâmica dos movimentos de capital em âmbito internacional e, por fim, pelas operações especulativas nos mercados financeiros. Porém, para o propósito específico deste trabalho se focará no aspecto da instabilidade inerente ao investimento.

¹²Essa, entre outros fatores, depende do funcionamento do setor, do papel da empresa nesse mercado e do próprio funcionamento da economia.

monetário e relações de descasamento de prazos, que instabilizam o processo de tomada de decisão e o sistema capitalista¹³. Minsky (1992) afirma também que a HIF é uma teoria do impacto da dívida sobre o comportamento do sistema e também incorpora a maneira pela qual a dívida é validada.

Minsky (1992), ao definir originalmente a HIF, pensa em uma estrutura específica, caracterizada por um complexo e desenvolvido mercado bancário e de ações, e estipula duas proposições centrais: a primeira é que existem modelos de financiamento estáveis e modelos instáveis, e a segunda é que em períodos de crescimento econômico prolongado, as relações financeiras estáveis podem se tornar instáveis (Wray, 2009; Nersysian; Wray, 2010). Em ambas, as tendências pró-cíclicas de adquirir riscos estão fundamentadas na dinâmica interna capitalista e no sistema de instituições, intervenções e regulações, que foram desenhados na tentativa de guiar o funcionamento das economias.

Na primeira proposição, ao afirmar a existência de posturas de financiamento estáveis e instáveis, ele faz referência às possíveis posturas financeiras assumidas pelos agentes ao fazer um investimento, que são altamente influenciadas pelas estruturas institucionais e organizacionais¹⁴. Isto é, como as regras e normas estão construídas, a eficácia da supervisão e da regulação impactam nos padrões de comportamento dos agentes (na formação das suas expectativas, qualidade do investimento e montagem das carteiras e portfólios) e na relação que estabelecem entre as estruturas de dívidas, a qualidade da alavancagem dos agentes e os compromissos de pagamento: *hedge*, especulativa e *ponzi*.

¹³*The financial instability hypothesis starts with the determinants of each period's effective demand. It takes into account the financial residue or legacy from past financing activity and how this legacy both imposes requirements upon the current functioning of the economy and conditions the future behaviour of the economy (MINSKY, 1978, p.5).*

¹⁴*The logic of this financial instability hypothesis is that during a prosperous economic period, there are forces that progressively lead the economy from conservative financial positions (hedge positions) to positions for which the articulation of cash flows is high and balance sheets are illiquid and highly leveraged : The logic of this theorem is twofold. First, within a financial structure that is dominated by hedge finance, there will be a plentiful supply of short-term funds, so that short-term financing is "cheaper" than long-term financing. Accordingly, firms will be tempted to engage in speculative finance. Second, over a period of good times, the financial markets will become less averse to risk. This leads to the proliferation of financing forms that involve closer coordination of cash flows out with cash flows in—that is, narrower safety margins and greater use of speculative and Ponzi financing (MINSKY, 1986, p.5).*

O primeiro, *hedge*, é um comportamento defensivo, em que o agente se compromete com compromissos financeiros, ao utilizar intensamente recursos externos, mas espera possuir fluxo de caixa capaz de honrar as contingências e/ou não ter problemas para se refinarciar ao longo do processo de maturação do seu investimento. Contudo, observa-se que mesmo dentro de um comportamento mais avesso e seguro contra o risco existe a possibilidade das expectativas estarem superestimadas.

O segundo comportamento: especulativo, é aquele no qual o agente que, possui uma expectativa de ganho futuro superior aos compromissos, mas apresenta, de acordo com a previsão feita anteriormente, dificuldades de refinanciamento. Ao decorrer do processo de maturação do investimento, o seu fluxo de caixa gerado se restringe a pagar os juros, não sendo possível honrar o principal da dívida.

Por fim, a postura *ponzi* é aquela na qual o agente adquire um compromisso financeiro, mas, desde a tomada de empréstimo, suas expectativas de ganho para o final do processo são superiores às dívidas assumidas. Todavia, ao longo do processo de maturação do investimento, o capitalista, conforme calculado previamente, encontra dificuldades de liquidez e de quitação do principal e dos juros embutidos. Este comportamento é entendido por uma situação de alavancagem em que, ao longo do processo produtivo, torna a firma ilíquida e com problemas para captação de capitais em bancos. Mas as finanças *ponzi*¹⁵ em momentos de euforia tendem a crescer, uma vez que “*Ponzi finance is expected to require growing position-making needs given existing outstanding debts because capital and income components of financial obligations are expected to be greater than cash inflows from normal economic operations*” (TYMOIGNE, 2010, p.9).

¹⁵Kregel (2004), ao diferenciar as finanças especulativas das *ponzi*, aponta: *There is a major difference in the way a speculative finance firm and a ponzi financing firm face their creditors. The main objective that the speculative firm has to achieve is to convince the banker that the project is economically viable if carried to its completion. On the other hand for the ponzi firm, the main objective is not so much the economic viability of the project being financed . since it no longer is viable if current and expected future conditions persist . but rather to convince lenders that it will be able to continue to borrow in order to meet its debt service* (KREGEL, 2004, p.5).

A proposição seguinte diz respeito à possibilidade de transição¹⁶ dos agentes de uma posição, ou postura financeira, à outra. No caso de períodos de bonança e prosperidade, os agentes tendem a diminuir suas margens de segurança, isto é, dada a existência de expectativas positivas, passam a assumir posições mais arriscadas. Elas podem ser caracterizadas por um aumento das dívidas, isto é, dos compromissos financeiros assumidos e/ou sobrevalorização de expectativas de rendimentos, tanto para os emprestadores quanto para os que tomam emprestados.

It can be shown that if hedge financing dominates, then the economy may well be an equilibrium seeking and containing system. In contrast, the greater the weight of speculative and Ponzi finance, the greater the likelihood that the economy is a deviation amplifying system... [O]ver a protected period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a structure in which there is large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance (MINSKY, 1992, p.7).

Definitivamente, a principal preocupação de Minsky eram os momentos de euforia, pois os períodos de estabilidade trazem as sementes para a instabilidade, e para a sua própria destruição. Com a bonança, os agentes vêem suas expectativas concretizadas, especulam e projetam uma sobrevalorização dos valores dos ativos e tendem a diminuir sua preferência pela liquidez. Consequentemente, existe uma inflação do preço dos ativos, inclinação à maior imobilização e o maior endividamento. O mercado passa a ser alimentado por expectativas otimistas e pela alta nos preços dos ativos. Contudo, à medida que a parcela de unidades *ponzi* e especulativas aumenta na estrutura dos balanços geral de uma economia, esta se torna mais sensível a variações na taxa de juros. Quando os agentes precisam se refinarçar e não encontram ofertantes de recursos e/ou seus fluxos de caixa são insuficientes para o pagamento dos compromissos, se tornam ilíquidos e insolventes. Se por um lado, as inovações¹⁷ são essenciais, pois permitem um maior aproveitamento das oportunidades do mercado e, consequentemente,

¹⁶*The mix of hedge, speculative and ponzi finance in existence at any time reflects the history of the economy and the effect of historical developments upon the state of long term expectations (MINSKY, 1978, p.15).*

¹⁷Sobre esse tema, Wray (1990, 2012) aponta que as inovações são também as sementes para a criação de moeda endógena.

ganhos diferenciais para os empresários, por outro lado, elas incentivam a alocação da riqueza em ativos substitutos da moeda e com uma menor liquidez e aceitabilidade entre os agentes.

Juntamente com a reversão das expectativas, há o aumento pela preferência pela liquidez e uma oferta relativamente menor de crédito. Passa a ocorrer um maior temor em relação aos investimentos entre os agentes, uma oferta mais inelástica de crédito (com maiores taxas de juros e prazos reduzidos de maturação) e uma queda no preço dos ativos na tentativa coletiva de liquidá-los (colocá-los à venda), a fim de gerar recursos para evitar o *default* das dívidas (DEOS, 1998, p.1). Assim, os agentes em posições mais alavancadas tem mais dificuldades de se refinar, dado o aumento dos custos financeiros, e passam a apresentar um balanço mais frágil, tendo que se desfazer dos seus ativos, interromper projetos, liquidar seus estoques ou, no entanto, interromper as atividades. Uma reversão é induzida, os valores dos ativos caem, um ciclo de deflação da dívida pode ser desencadeado (Dymski, 1998).

However, even if a full-fledged financial crisis does not take place, the long run expectations of business, bankers, and the ultimate holders of financial assets will be affected by these developments. The risk premiums associated with investment projects will increase and business men and bankers will move towards balance sheet structures that involves less speculative finance (MINSKY, 1978, p.11).

Para interligar a dupla dimensão da economia, Minsky (1975) construiu um sistema de dois preços para determinar o nível de investimento. O seu ponto de partida é a relação estabelecida entre preço de demanda, P_k , e preço de oferta, P_I . O primeiro é o valor presente dos retornos (quase-rendas) esperadas e possui um alto fator subjetivo. A curva do preço de demanda dos bens de capital é uma série temporal de P_k 's associados a cada montante de ativos de capital que a firma organiza em unidades de produção. O P_I está, por sua vez, incorporado nos compromissos financeiros e tem base em fatores objetivos: a taxa de salários, a taxa de juros, a produtividade e o *mark-up* aplicado sobre os custos. A curva de oferta dos bens de capital é uma série de P_I 's associados a cada montante de ativos de capital organizados para a produção e é elástica até determinado ponto, tendendo a tornar-se mais inelástica à medida que o aumento na produção esbarra na escassez do estoque de insumos e mão-de-obra. A relação entre os dois preços depende, enfim, do estado de expectativas dos emprestadores e tomadores de empréstimos, das expectativas

dos participantes dos mercados financeiros, arranjos das estruturas de *funding* e os custos de produção dos bens de capital e o nível de *mark-up* (Deos, 1998).

Na análise minskyana, algumas características são destacadas: os preços de demanda são indiretamente validados pelos mercados financeiros, os riscos do prestador envolvem as possibilidades de insolvência do tomador. O risco do devedor engloba as estimativas do tomador em relação ao futuro incerto, a perspectiva de possíveis fracassos e não realizações do seu projeto, o nível de alavancagem e a estrutura de financiamento. Dessa forma, o preço de demanda dos ativos de capital tende a cair, à medida que se pode esperar que essa queda se torne mais acentuada quanto maiores os compromissos assumidos pelo devedor (Minsky, 1975).

O risco do credor se materializa nos compromissos acordados. Manifesta-se nos juros, prazos de maturação, exigências e restrições colocadas ao firmar um contrato. Ele aumenta quando a parte financiada externamente de um projeto cresce, vale dizer, a partir de certo ponto, quando há uma ampliação na proporção dívida em relação ao patrimônio líquido, ou dos fluxos de caixa comprometidos quanto do fluxo de caixa dos rendimentos esperados, os financiadores ficam mais receosos e passam a mudar as condições de financiamento. Assim, os custos financeiros e os preços de oferta vão ficando mais altos à medida que aumenta a possibilidade de *default* e/ou parcela financiada. Vale dizer, em momentos de euforia o preço de oferta cai e cresce, ao aumentar a fatia de endividamento na perspectiva de um “acréscimo extraordinário” (Minsky, 2011).

Por fim, o ponto de equilíbrio entre essas duas curvas será onde o valor presente dos rendimentos esperados (preço de demanda) e o preço de oferta, que inclui os custos produtivos e financeiros, se igualam. E esse ponto de intersecção se altera no tempo.

Esse movimento está de acordo com a HIF, uma vez que em momentos de estabilidade, existe uma maior propensão à disseminação dos riscos, modificando $P_k(t)$ e $P_l(t)$. “*That is, the Financial Instability Hypothesis leads to an investment theory of the business cycle and a financial theory of investment*” (MINSKY, 1978, p.30).

1.2- Money Manager Capitalism (Capitalismo dos gestores de dinheiro¹⁸)

Minsky, em sua obra, enfatiza que o capitalismo é dinâmico, fruto de relações sociais, regulações e institucionalidades, que se desenham de diferentes formas ao longo do tempo. Estas dependem dos caminhos traçados pelos processos históricos, pela ação do tempo e pelas estruturas institucionais¹⁹. Dentro desse leque de possibilidades, todos contêm uma característica em comum: carregam intrinsecamente a instabilidade e a fragilidade, podendo, em alguns, serem mais evidentes que em outros. Essas diferenças no formato têm importantes implicações para a estabilidade, eficiência e distribuição de poder de mercado e, para uma análise mais profunda de cada modelo, deve-se estudar cuidadosamente cada institucionalidade.

Destarte, ele propõe uma periodização da economia, como apresentados no quadro a seguir.

Quadro 1- Estratégias do desenvolvimento capitalista

| | Capitalismo Mercantilista (1607-1813) | Capitalismo Industrial (1813-1890) | Capitalismo Bancário (1890-1933) | Capitalismo Gerenciado (1933-1982) | Capitalismo dos gestores de dinheiro (1982-Presente) |
|---|--|--|---|---|---|
| Atividade primordialmente financiada | Transporte de mercadorias; aquisição de estoques; bens de produção | Expansão industrial (Aquisição de fábricas e máquinas) | Consolidação industrial (Trusts e fusões) | Crescimento macroeconômico e estabilidade | Aumento dos preços das ações e dos lucros corporativos (muitas vezes envolve fusão, aquisição ou cisão) |
| Principal fonte de financiamento | Bancos comerciais ou <i>merchant banks</i> | Bancos de investimento | Bancos de investimento | Banco Central | Fundos de investimentos institucionais (mútuos e de pensão) |
| Financiamento de empresas e organizações | Propriedade e sociedade | Corporação industrial | Corporações combinadas | Setor privado (financiado pelo sistema) | Corporação internacional |

¹⁸Tradução nossa.

¹⁹*Whereas all capitalisms are flawed, not all capitalisms are equally flawed* (MINSKY, 1986, p.295).

| | | | | | |
|--|--|------------------------|--|--|--|
| | | | | bancário, conglomerados dominam o setor de negócios) | |
| Grupo que detém o poder econômico | Poder é dividido entre banqueiros e comerciantes | Bancos de investimento | Bancos de investimento | Gestores corporativos | Gestores dos fundos financeiros |
| Principal insumo | Trabalho | Máquinas | Gestão (Coordenação da Indústria e da Firma) | Coordenação macroeconômica pelo governo; coordenação microeconômica pelos gestores | Especialização em finanças e contabilidade |

Fonte: Whalen (1999, p.11), tradução nossa.

Pode-se observar pelo quadro acima, de forma estilizada, as transformações ocorridas nos modelos de organização das atividades capitalistas desde a época que Minsky denominava de "capitalismo mercantilista". Um importante exemplo é a diferenciação dos grupos que comandam o poder, naquele contexto, eram os comerciantes e banqueiros, aos primórdios, e com o tempo o poder desloca-se para os gestores dos fundos de investimento, na fase mais recente. Destaca-se também a ruptura nas atividades primordialmente financiadas, que na maior parte do século XIX se baseia na expansão industrial, com a aquisição de fábricas e máquinas; no período do capitalismo bancário centraliza-se na consolidação industrial.

O quadro elaborado é bastante amplo e é composto por cinco etapas. Contudo, não é objetivo deste trabalho levantar toda a longa argumentação sobre os períodos descritos, mas sistematizar os principais traços e elementos de ruptura a partir do *managerial capitalism* (capitalismo gerenciado).

A fase entre os anos 1930's e 1960's, é uma resposta à Grande Depressão, com o reposicionamento dos "holofotes" para a revitalização econômica. Esta etapa apresenta, como elementos diferenciadores, o perfil da atividade bancária, a atuação do Estado e o comportamento do mercado de trabalho. A ação dos bancos era definida por uma competição limitada, o que tornava a atividade segura e as taxas de juros estáveis; a prática era de originar e manter as dívidas no balanço, em um sistema financeiro administrado. Em relação ao Estado, ele atuava fortemente na regulação e supervisão dos mercados, estava comprometido com a concessão de empréstimos,

subsídios e incentivos e tinha a preocupação de promover a estabilidade conjuntural. Já o mercado de trabalho foi marcado por uma melhor distribuição da renda, com a rápida evolução da taxa de salários, que subia junto com a produtividade. Os sindicatos eram atuantes e conquistaram importantes direitos trabalhistas. Assim, houve melhoria na renda em conjunto com um baixo endividamento. Isso contribuiu para o aumento da riqueza dos trabalhadores e o enriquecimento dos fundos de pensão.

Entretanto, a partir de meados de 1966²⁰, presenciou-se a ruptura no cenário de estabilidade e crescimento, com a estagflação e a incompatibilidade entre política monetária e regulação financeira. Por conseguinte, a ocorrência de diversas inovações financeiras levaram a traumas e choques financeiro em sequência, em 1966, 1970, 1974-75, 1979 e 1982. Segundo Minsky, não se caiu em uma grande recessão no período porque houve o impacto do *big bank*, como prestador de instância. Porém, esses choques, em adição às altas taxas de inflação, ao baixo crescimento e à ascensão do monetarismo como visão econômica dominante, colocaram em xeque as políticas até então implementadas. As medidas políticas adotadas mostraram-se ineficazes, contribuindo para a ascensão do ideário neoliberal. Assim, ao final da década de 1970, verificou-se uma mudança na estrutura das relações financeiras, que refletiram-se na implementação de políticas liberais, na afirmação de um conjunto de posturas instáveis, no fim dos monopólios bancários, no aumento da concorrência entre as instituições e instrumentos financeiros e nas altas taxa de juros, tipificando uma condução de política monetária nos EUA, focada apenas no controle da inflação.

Sendo assim, a partir da periodização de Minsky, pode-se concluir que as sementes para a instabilidade estavam plantadas no *managerial capitalism*. O otimismo e a confiança dos agentes, associados a um ambiente regulado e com restrições ao movimento do capital, moveram os agentes a procurar novas fontes de lucratividade, e a buscar inovações, dentro dos limites estabelecidos, tornando as regulações e travas institucionais vigentes até então desatualizadas,

²⁰Nas palavras de Minsky (1982, p.112): *The dynamic behavior of the American economy since the middle 1960s reflects the simultaneous existence of a structure of financial relations conducive to generation of instability such ruled after 1929, alongside a structure of government budget commitments and Federal Reserve interventions that prevent the full development of a "downward" cumulative process.*

ultrapassadas e ineficientes. As sementes para a instabilidade foram germinando e deteriorando as instituições que restringiam a economia ao longo dessa fase, e refletiram-se nos choques financeiros das décadas de 1960/1970, acentuando a volatilidade, incerteza e imprevisibilidade na etapa seguinte. Dessa forma, o Estado foi perdendo os instrumentos e mecanismos de controle da economia e se consolida, para Minsky, a ideia de estabilidade instabilizadora dentro do sistema financeiro e da dinâmica econômica americana.

A partir disso, Minsky marca a crise de meados de 1982 como o fim da fase *managerial*, a transição para o *money manager capitalism*²¹. Essa etapa do capitalismo seria produto da afirmação do ambiente de liberalização, da ascensão das finanças nos portfólios dos agentes, da livre atuação das forças de mercados, da redução do poder da política econômica, das ondas de inovações, do novo conceito de valor e de valorização do capital dentro das empresas e do fortalecimento dos fundos de pensão, que direcionaram o comportamento dos agentes para práticas mais especulativas e alavancadas. Como principais elementos dessa fase, apontam-se: i) as decisões concentradas no gestores de dinheiro, ii) o incentivo à ampliação de posições alavancadas e expansão dos balanços, iii) o aprofundamento da desigualdade de renda, iv) a extensão da arbitragem especulativa, v) a criação de frequentes bolhas de preço de ativos, vi) a difusão de instrumentos financeiros exóticos, vii) a centralidade nos derivativos de crédito e viii) a ascensão da lógica de maximização da riqueza do acionista (Wray, 2009).

Destacou-se, anteriormente, que a melhora nos rendimentos dos trabalhadores, em etapa passada, incentivou a formação de poupanças e fundos. De fato, o endividamento das famílias e do setor privado era, até então, reduzido, e as suas posturas eram caracterizadas por um grande conservadorismo, com preferência por posições líquidas em títulos públicos, ainda como resíduos da crise de 29. E, toda essa riqueza acumulada em proporção crescente passou a ser gerida por grandes grupos financeiros. Assim, em paralelo ao poder econômico dos gerentes corporativos ocorreu um aumento do poder dos agentes institucionais, para que pudessem passar a operar em

²¹Para Wray (2009), o *Money Manager capitalism* pode ser caracterizado por *predator state*, *financialization*, *ownership society*, *neoliberalism*, *neoconservativism*, *shadow banking*, *stability bred instability*, *accumulation of financial assets/liabilities*, *globalization*, *securitization*, *self-supervision* (WRAY, 2009, p.21).

mercados financeiros que, até então, eram dominados por bancos. Iniciou-se, assim, um estágio marcado pela dominância dos gestores dos fundos nos mercados.

Money-manager capitalism emerged out of this initial post-World war II position. In part it was the result of the evolution of financial practices toward more speculative endeavors. But money-manager capitalism was also partly a consequence of the emergence of plans that supplemented social security with private pensions. As the label "money-manager" capitalism suggests, central to this new stage are institutions that manage large portfolios of financial instruments (MINSKY, 1993, p.4).

Em relação aos fundos institucionais americanos (de investimento e pensão), pode-se apontar o período a partir do início da década de 1980 como de estabelecimento e preponderância desses atores institucionais²². Eles já eram, então, os maiores detentores de poupança do país, e começaram a exercer influência sobre os mercados financeiros e empresas.

Conforme aponta a tabela a seguir, a evolução e a ascensão das massas financeiras administradas pelos fundos institucionais foram muito vigorosas e rápidas. Em 1975, apenas 1% dos *commercial papers* pertenciam a esses investidores. Após 10 anos, já representavam 30% dos ativos desses fundos. Em relação ao volume de ativos, apresentaram um crescimento exponencial nesses 26 anos, saindo de US\$ 3,7 bilhões, em 1975, para US\$ 449,7 bilhões, em 1991.

Tabela 1.2- Evolução dos fundos institucionais nos Estados Unidos de 1975 até 1991

| | Ativos dos investidores institucionais (\$bilhões) | Títulos privados lançados (\$bilhões) | Títulos privados detidos pelos fundos institucionais (\$bilhões) | <i>Commercial papers</i> como % dos ativos dos investidores institucionais (em %) | % dos <i>commercial papers</i> detidos pelos fundos institucionais (em %) |
|------|--|---------------------------------------|--|---|---|
| 1975 | 3,7 | 47,7 | 0,4 | 11 | 1 |
| 1980 | 74,5 | 121,6 | 25 | 33 | 21 |

²²São enquadrados nessa categoria: entidades de previdência privada fechadas e/ou aberta, os fundos de pensão, sociedades seguradoras e de capitalização e fundos mútuos de investimento.

| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|----|----|
| 1985 | 207,5 | 293,9 | 87,6 | 42 | 30 |
| 1990 | 414,8 | 557,8 | 199,1 | 48 | 36 |
| 1991 | 449,7 | 528,1 | 187,6 | 42 | 36 |

Fonte: Cook (1993) *apud* Rezende (2011).

A emergência dos *money managers* está articulada à implementação de um modelo de gestão das corporações em que os acionistas tornam-se cada vez mais sensíveis à valorização de sua empresa dentro do mercado de ações, com isso, modificaram a lógica de acumulação do capital no interior das organizações e incentivaram uma maior alavancagem e maiores ganhos no curto prazo. Nesta nova forma de organização corporativa, o foco é o valor da ação, que é uma medida real da riqueza dos acionistas, uma vez que eles podem vender suas participações e realizar o preço no ato. Sempre que as decisões são tomadas por uma empresa elevarem o preço das ações, os *money managers* podem realizar esse ganho imediatamente, conforme destaca Damodaran (2008).

Outro ponto ressaltado por Minsky e característico dessa etapa foi o da desregulamentação dos mercados. Para ele, o conjunto de rupturas descritas acima, associados a uma maior liberdade de operar, desencadearam uma maior instabilidade e exposição a choques e inflação dos preços dos ativos. Os recursos e instrumentos existentes para a permanência e atuação de um *big government* e *big bank* foram restringidos. Ocorreu, nos EUA, um declínio na regulamentação financeira, que reduziu a capacidade do Estado de estabilizar a economia e acentuou as flutuações e a volatilidade nos mercados. Sendo assim, as pequenas crises ao longo dos anos 1980 e 1990 salientaram claramente essa mudança e ainda representaram a exacerbação da busca, pelos agentes, por retornos máximos em conjunto com uma subestimação dos riscos e assunção de posições mais arriscadas.

Economic activity in the early postwar setting began with a cautious use of debt. But as the period over which the economy did well began to lengthen, margins of safety in indebtedness decreased and the system evolved toward a greater reliance

on debt relative to internal finance, as well as toward the use of debt to acquire existing assets. As a result, the once robust financial system became increasingly fragile (MINSKY, WHALEN, 1996, p.4).

Entre as principais mudanças nos Estados Unidos²³ estão a desregulamentação das finanças, a deficiência e até a ausência de supervisão das instituições, o crescimento das inovações financeiras e o desenvolvimento do *shadow banking*, em um cenário de queda das barreiras e fronteiras nacionais à movimentação de capitais. O primeiro ponto está relacionado com a questão regulatória e institucional dos mercados e organizações financeiras. Frisa-se que a partir de 1999 houve uma forte desregulamentação e liberalização desse mercado, consolidando uma prática que já vinha se articulando e desenvolvendo ao longo de décadas. A ênfase deve ser dada ao *Basel Capital Adequacy Accord* e *Gramm-Leach-Bliley-Act*, que permitiram aos bancos a geração de atividades fora de balanço e a eliminação de algumas travas, e possibilitavam a concentração e formação de grandes conglomerados financeiros. Elas estimulavam a fusão de instituições em falência com maiores em situação financeira saudável, e davam a possibilidade da formação de bancos “universais”. Com a revogação do *Glass-Steagall Act*, que conduzia a uma maior segmentação e regulação do sistema bancário, em 1999, a separação entre bancos comerciais e de investimentos deixou de existir.

O segundo aspecto se refere à geração e ao desenvolvimento de inovações financeiras, tais como, os processos de securitização de dívidas. Estas inovações separavam risco e responsabilidade, e, ao fazê-lo, contribuíram para a deterioração da qualidade dos empréstimos bancários e, conseqüentemente, maior fragilidade. As inovações foram diversas e, ao mesmo tempo, ampliaram a liquidez dos mercados e levaram a uma maior debilidade do sistema. Uma amostra foram os CDS (*credit default swaps*), CDO (*collateralised debt obligations*) e contratos de *commodities*, que surgiram como forma de proteção para as corporações. Mas, com o aprofundamento dos níveis de securitização, qualquer débito passou a ser assegurado por eles. Isso levou à disseminação de uma ampla rede de riscos, onde os titulares podiam apostar sobre o comportamento de qualquer ativo, vinculadas a empresas ou mesmo aos governos nacionais.

²³Características definidas pelos autores de tradição minskyana, tais como Wray (2009), Whalen (1999), Kregel (2008), Nersisyan (2010).

Outro exemplo, dado por Kregel (2008), foi a criação das SIV, veículos de investimento estruturados (SIV, na sigla em inglês). Os bancos transferiam parte de suas carteiras de crédito para esses veículos, em geral localizados em paraísos fiscais, de forma a reduzir as exigências de capital, liberar recursos para novos negócios e operar com certo descasamento de prazo. As SIV's não eram tecnicamente propriedades dos bancos para efeitos de supervisão, nem seus resultados figuravam nos seus balanços. Os portadores destas pegavam dinheiro emprestado no curto prazo e emprestavam no longo prazo. Isso gerava, para seus detentores, um alto rendimento, oriundo do diferencial da taxa de juros. Contudo, entre papéis com altos riscos, de fato, eram novos produtos e técnicas complexas de gestão de risco de crédito, com a proliferação de produtos financeiros estruturados, lastreados em diversos tipos de ativos de renda fixa (*commercial papers*, hipotecas etc.) e em recebíveis diversos. Assim, o processo de securitização atingiu seu auge, como um puro jogo de azar entre as partes, uma espécie de cassino (Nersisyan, Wray, 2010).

Pode-se citar também uma postura mais fragilizada dos bancos frente ao acirramento da concorrência e ao desenvolvimento de inovações financeiras. Isto é, os bancos, em busca de maior lucro, ofereceram crédito sem avaliar, adequadamente, a capacidade de pagamento dos mutuários, uma vez que os contratos de créditos eram revendidos e disseminados no sistema junto com outros ativos financeiros²⁴. Neste contexto estava a ideia de que os bancos estariam livres daquele papel "podre" e de seus riscos, prática também conhecida como "originar para distribuir", uma vez que os papéis e promessas de dívida eram repassados em pacotes juntos com outros ativos²⁵. Os bancos passaram a atuar também em atividades com todos os tipos de riscos, e não necessariamente compatíveis com as funções bancárias. Criaram-se "bancos universais" engajados em uma ampla gama de atividades financeiras e estes, mesmo diante de uma maior competição contra as instituições financeiras não-bancárias, conseguiram manter suas taxas de lucratividade.

²⁴Nersisyan e Wray(2010) também afirmam que os grandes bancos não estavam focados no empréstimo aos setores produtivos, eles eram menos importantes se comparados com as operações de derivativos e ativos de negociação.

²⁵Em 2007, no auge da bolha, o JP Morgan Chase detinha derivativos que representavam 6,072% do valor dos seus ativos, o Citigroup, 2,486% e o Bank of America, 2,022%. Em 2008, o Goldman Sachs tinha, em derivativos, 25,284% do valor dos seus ativos – montante que se elevou para 33,823% em junho de 2009. Consequentemente, pequenas perdas em derivativos podem aniquilar o capital bancário. Como os derivativos não integram os índices de capital, eles permitem a extraordinária alavancagem dessas instituições (Nersisyan, Wray, 2010).

Por outro lado, a desregulamentação e a baixa supervisão permitiram que as organizações não-financeiras atuassem em atividades geradoras de dívidas. Essas empresas não - bancárias (que não recebem depósitos) e bancos de investimentos passaram a operar como bancos, na intermediação financeira, sem que, fossem submetidas às regras de Basileia e aos custos que incorrem sobre o segmento. Estas foram as grandes responsáveis pela negociação dos pacotes de títulos e ações, formando assim, o *Shadow Banking System*²⁶, como apontam Farhi e Prates (2012). Este pode ser descrito como uma rede de organizações envolvidas em operações cada vez mais arriscadas, com um alto grau de alavancagem e que atuavam fora da vista das autoridades reguladoras e monetárias. Elas auferiam ganhos acima da média bancária, contudo, eram dependentes dos créditos bancários e não podiam recorrer ao prestador de última instância, o banco central. E, com o “estouro” da crise, essa rede de balanços e organizações incorreu em perdas imensuráveis.

No que tange às empresas não-financeiras, a alta administração torna-se, frequentemente, alvo de pressão dos acionistas, pois ocorreu uma reorganização patrimonial, organizacional e de objetivos dentro das corporações²⁷, com a queda do modelo “paternalista”.

Assim, as empresas, antes caracterizadas pelas suas atividades produtivas e sujeitas basicamente às incertezas dessa dimensão, foram inseridas por um lado, na dinâmica financeira, tornando-se importantes atores na gestão de ativos, nos mercados de derivativos e nas bolsas de valores. Por outro lado, via o modelo de gestão implementado no período, o *shareholder value*, elas na busca pela valorização dos ativos, começaram a assumir posições mais alavancadas, diminuir seu caixa disponível e entrar em operações mais arriscadas. Isso, em conjunto com as

²⁶*Money market mutual fund shares achieved that status. They always trade at par, and if there's any danger they won't trade at par, then the sponsor will step up and buy out the dodgy asset, and they will trade at par. So, essentially, the money market mutual fund industry was at the very core of the growth of the shadow banking system. It created a liability perceived [to be] just as good as a demand deposit, with deposit insurance issued by a bank with access to the Fed. It was a great game[...]. Money market mutual funds needed to put something on the other side of the balance sheet. They had created the liability that the public perceived as just as good as a bank deposit, so they had half the equation; but then they had to put something on the other side of the balance sheet. What went on the other side of the balance sheet? Money market instruments such as commercial paper and repo [...]. So the money market mutual fund industry became the funder of a bigger shadow banking system (McCULLEY, 2010 apud REZENDE, 2011, p.34).*

²⁷A mudança de estratégia e governança corporativa será discutida na seção seguinte.

demais transformações econômicas da fase do *money manager capitalism* tratadas acima, torna um sistema mais propício à instabilidade e à geração de crises, mais frequentes e complexas.

À guisa de conclusão, Lazonick (2011) argumenta:

Legitimized by Maximizing Shareholder Value ideology, the transition of the US business corporation from innovation to financialization has left the US economy vulnerable to financial crisis. By enabling speculation and manipulation of securities markets, this transition played a major role in permitting the double-digit annual growth rates in stock-price yields in the 1980s and 1990s. This sustained, but ultimately unsustainable, increase in stock prices gave Wall Street the credibility that, in command of "other people's money", it could generate persistently high yields on investment portfolios (LAZONICK, 2011, p.14).

1.3- A dimensão microeconômica

O processo de financeirização²⁸ da riqueza, compreendido como aprofundamento e o entrelaçamento das finanças nos diversos setores econômicos, apresentou como um dos mais importantes pilares a introdução das finanças dentro da lógica principal de valorização das corporações não-financeiras. As grandes empresas americanas - envoltas em um cenário de fortalecimento da ideologia de preponderância dos mercados para alocação mais eficiente dos recursos, para enfrentarem o aumento da concorrência global, o acirramento da competição pelas inovações, a ascensão dos fundos institucionais no domínio das decisões corporativas-, se reformularam, buscaram outras estratégias e adotaram um novo modelo de gestão: o *shareholder value* (Rabelo, Silveira, 1999). Esta seção tem o objetivo de articular os elementos macroeconômicos miskyanos com dois pilares do *money manager capitalism*, a financeirização e a

²⁸Vale ressaltar que existe um debate muito rico sobre o tema, que abrange diversas correntes e elementos teóricos, como principais autores, pode-se destacar: Braga, Aglietta, Chesnais. Porém, acredita-se que a definição de Krippner é ampla e consegue captar os elementos e movimentos desejados para a argumentação deste trabalho e a utilizada pelos sucessores da tradição minskyana. Krippner (2005) entende por financeirização o processo de uma relativa maior autonomização e aprofundamento das finanças nos diversos setores econômicos. Um comportamento que subordina os segmentos a lógica de valorização do capital, na sua forma mais abstrata, e impõe uma nova forma de gestão, acumulação, condição da alocação e reprodução da riqueza. Um padrão de acumulação no qual os lucros provêm em maior abrangência de canais financeiros e não da produção de mercadorias, o que torna a economia real vulnerável à instabilidade do setor financeiro. Envolve a atividade relacionada à provisão ou transferência de capital líquido, com a expectativa de recebimento de juros futuros, dividendos ou ganhos de capital.

transformação na lógica e no comportamento das empresas norte-americanas, com o modelo do *shareholder value*. A fim de destacar como as mudanças institucionais ocorridas na década de 1970 e 1980 influenciaram nas perspectivas e posições dessas corporações e de que forma essas esferas se interconectam e geram um ambiente de maior instabilidade financeira.

Sob uma perspectiva microeconômica, o que se observou no *money manager capitalism* foi a ascensão das finanças nas tesourarias das empresas não-financeiras, com a opção pela valorização do capital não-operacionalmente e a mudança no conceito de valor e na lógica de valorização do capital. Esta ocorreu pelas alterações dentro das relações de produção e comércio e da estrutura patrimonial das empresas, com a ascensão acionária dos fundos institucionais. Ele desencadeou uma nova forma de gestão empresarial, o *shareholder value*.

Em relação à primeira ruptura, segundo Levy-Orlik²⁹ (2012, p.254) os efeitos prevaletentes da financeirização se deram nas relações dentro do setor produtivo e no comércio internacional. Para a autora, as mudanças na lógica de valorização e acumulação do capital refletiram-se em (i) uma nova forma de apropriação e distribuição entre os rendimentos, contempladas por especializações e mudanças nas perspectivas das bases de industrialização entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento, modelando uma organização internacional do trabalho atualizada e (ii) uma transformação da participação das finanças no processo produtivo: deixaram de ser apêndices do capital para se tornarem “mestres” nas tomadas de decisão relacionadas à produção.

No tocante à mudança na lógica de valorização do capital, sabe-se que este modelo de gestão apresenta como principal ruptura a perspectiva de valor e os meios para ampliação da riqueza. O conceito de valor, nesse cenário, é concatenado ao oferecimento de um retorno que remunere o risco assumido pelos acionistas. O objetivo fundamental é a maximização da riqueza destes, que ocorre via a valorização do preço das ações. Neste sentido, a empresa é influenciada pelos mercados financeiros na alocação dos seus recursos e se submete às avaliações, interesses e precificações do mercado de capitais. A qualidade das decisões de investimento e financiamento é

²⁹A autora ainda aponta que a financeirização transcende o âmbito econômico, incorporando fatores sociológicos, políticos e psicológicos.

que efetivamente determina a riqueza dos proprietários de capital, uma vez que os investidores em ação reagem ora desvalorizando o preço das ações, caso considerem de baixa qualidade as decisões, ora valorizando esses ativos, se avaliarem o contrário, segundo Assaf Neto (2012).

Destarte, essa reconstrução das relações de produção, liderada pelas ações das multinacionais, estabeleceu uma dinâmica diferenciada entre os países em desenvolvimento e desenvolvidos. No contexto dos processos de globalização, privatização e liberalização dos mercados financeiros e comerciais internacionais, Gereffi *et al* (2005) destaca essa dimensão inerente a essa “nova” lógica corporativa: a formação de cadeia globais de valor. Vale dizer, uma estratégia que conta com a desintegração vertical das empresas transnacionais junto com a globalização da produção e do comércio, inseridas dentro das estratégias de *downsize and distribute*.

Esta configura uma fragmentação da produção e separação da propriedade, com a eliminação dos custos com intermediários e fixos, e por fim, a formação de um conjunto de redes inter-organizacionais. Todos esses processos se estabelecem em torno de um produto, que liga, entre si, estados, empresas e consumidores dentro do quadro mundial. Tais redes de produção são extensas, estendidas e integradas geograficamente, fortalecidas pelos grupos e blocos econômicos de livre-comércio, com heterogeneidades entre os seus diversos elos no tocante às formas de processo produtivo e de trabalho, aos níveis de recompensa/remuneração e à capacidade de retenção do excedente. Elas precisam de uma forte coordenação e rede de transmissão de competências e de conhecimento entre os agentes envolvidos. Entretanto, este desenho de uma “nova” divisão internacional do trabalho aprofunda e/ou mantém o grau de dependência, subordinação e heterogeneidade dos países mais pobres no cenário global, dado que as nações desenvolvidas utilizam das suas vantagens e poder nas relações financeiras e comerciais para diminuir suas despesas e ampliar a sua rentabilidade.

No âmbito da economia americana nos anos 1990, se observa o aprofundamento do modelo de gestão que privilegia a estratégia das corporações de “diminuir e distribuir” (*downsize and distribute*) conforme apontam Lazonick e O'Sullivan (2000). Este modelo substitui o anterior, de “reter e reinvestir” (*retain and reinvest*), que continha a opção de manter as receitas das firmas e

reinvestí-las no crescimento da companhia. A saber, o molde vigente privilegia a redução do tamanho sem prejudicar a atividade produtiva, com recomendações que estabelecem a diminuição dos salários e benefícios dos trabalhadores e o enfraquecimento de sindicatos e organizações trabalhistas. As grandes corporações buscam, assim, localidades que apresentam salários e custos fixos baixos, e a principal via para grandes investimentos se torna a de fusões, para evitar longos períodos de maturação. Dessa forma, as predileções inerentes ao molde de *downsize and distribute* se instauram como um dos pilares dos efeitos da financeirização no núcleo empresarial.

Outra nuance da ascensão das finanças nas corporações é o caráter da participação dos ativos financeiros nos seus portfólios e transações. Tal singularidade se materializou na ampliação de negociações que transcendem as necessidades de financiamento e investimento. Estas estabelecem uma fonte para extração de lucros, garantem rentabilidade diferencial e extraordinária no presente para as empresas. Podem transformar, também, essas organizações em credores para agentes externos. A concorrência capitalista, nessa dimensão, com a utilização de inovações financeiras tendem a fragilizar e deteriorar os passivos dessas corporações ao longo do tempo.

Essa transformação só foi possível pelo desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, pela consolidação de grandes instituições financeiras e pela centralização das poupanças em fundos de pensão, *mutual funds* e *hedge funds*. A ascensão das massas de recursos administradas pelos investidores institucionais permitiu que seus gestores se inserissem nas diretorias das corporações e se transformassem nos principais acionistas de grandes empresas em todo o mundo. A gerência das empresas passou a controlar a produção, e os sistemas internos de decisões seriam responsabilidade das diretorias e dos mercados de capitais. Dessa maneira, a estrutura de capital se modificou: introduziu-se um novo molde de gestão corporativa e captação de recursos.

Sob outro ângulo, esse “novo” modelo de gerência corporativa manifestou-se, essencialmente, por uma estrutura de gestão fundamentada na pulverização da propriedade e que promovia política de dividendos e o acesso das firmas a novas fontes de financiamento externo.

Esse desenho³⁰, por um lado, compatibilizou as grandes escalas com a possibilidade de diferenciar e sofisticar produtos e apresenta como núcleo a separação entre gerência e propriedade, o que evita o conflito de interesses e problemas de ineficiência³¹. Por outro lado, estimulou a lógica de pacotes de remuneração dos gerentes atrelados aos interesses dos investidores e por conseguinte, aos resultados de curto prazo das empresas. “Este sistema está intimamente vinculado à estrutura de propriedade, às características do sistema financeiro, à densidade e profundidade dos mercados de capitais e ao arcabouço legal de cada economia” (RABELO; SILVEIRA, 1999, p.5).

Sabe-se que a principal razão para o conjunto de mudanças estratégicas é reorganização societária. Esta pode ocorrer de diferentes formas: aquisição, *outsourcing*, realocação, *downsizing* e fusão³². Por conseguinte, esse movimento se manifesta em alterações de decisões de investimento e nas estratégias empresariais³³. Dessa forma, a transição para a lógica de financeirização das empresas tradicionalmente produtivas e a separação entre gerência e propriedade conduziu a importantes metamorfoses na lógica corporativa.

Esse modelo substituiu o sistema gerencial que dominava o cenário industrial até então, isto é, o período que Minsky denomina de *managerial capitalism*. O desenho anterior era

³⁰Ressalta-se que existem diversos arranjos produtivos dentro dessa lógica, formas contratuais, relacionais e até arranjos híbridos substituindo a forma hierárquica e a forma mercado, não ocorrendo uma padronização no perfil dessas empresas. Assim, se percebe um grau de flexibilidade tal que permitia sua redefinição visando ajustar-se às mudanças ambientais (Rabelo, Silveira, 1999).

³¹Rabelo e Silveira (1999) apontam que não necessariamente esse modelo de governança levará a uma melhor eficiência dessas corporações. Para eles, o ideal seria um sistema de governança corporativa que minimizasse os custos de agência atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação.

³²Lazonick (2003, p.2) descreve essas características da seguinte maneira: *A buyout occurs when managers within a particular product or process unit in the corporation secure the financing required to turn the unit into a separate company. A divestiture occurs when the corporation sells a particular business unit to outsiders, in some cases by spinning off the unit and listing it on a stock exchange. An outsourcing occurs when the corporation enters into a supply or distribution relation with another company to engage in activities that the corporation previously performed itself. A relocation occurs when the corporation shifts an activity from one place to another with a substantial change in whom it employs. A downsizing occurs when the corporation permanently reduces its employment level without necessarily abandoning a product market, process activity or geographic location. A bankruptcy occurs when a firm fails to meet or renegotiate its obligations to its creditors, and may have been preceded by any or all of the other forms of restructuring.*

³³Nota-se que a reestruturação empresarial pode apresentar importantes impactos negativos dentro do quadro social e regional nacional, uma das formas mais nocivas se manifestou na qualidade e quantidade de empregos oferecidos.

caracterizado pela verticalização, administração hierarquizada, linhas verticais de comando, concentração das decisões e objetivos. Um molde chandleriano de divisão ou especialização com um agrupamento de esforços de coordenação, avaliação e planejamento, sendo submetido a um controle unificado e central de gerentes profissionais. Essa reorganização levou a uma dissolução entre a tomada de decisão estratégica sobre a alocação de recursos para diversas linhas de negócios e entendimento, pelos gerentes, das reais necessidades dessas empresas para investimentos inovativos. Observava-se, também, diretores profissionais sem participação acionária, diretoria formada por pessoas fora da gerência, entre outros fenômenos que eram considerados de ineficiência e imperfeição na disponibilidade das informações. Essa firma-propriedade em que prevalecia a integração entre a propriedade dos ativos e o controle gerencial, apresentava uma tímida presença dos mercados de ações.

A partir dos anos 1980, no caso das empresas americanas³⁴, ocorreu a transição para o modelo de *shareholder value*, motivada, em sua essência, pelo desenvolvimento do mercado de capitais, aumento da competitividade comercial mundial e domínio do *managed money* minskyano. O acirramento da competição com as indústrias alemãs e japonesas e a consequente perda de mercados e dos rendimentos das empresas estadunidenses foram fundamentais para dar impulso a essa reorganização dentro das suas corporações.

Essas organizações industriais estavam inseridas também em um contexto de aumento crescente da importância dos investidores institucionais. De fato, mesmo tendo uma origem distinta, esses fundos conseguiram articular a poupança financeira dos assalariados e das famílias afortunadas. Nesse período eles se tornaram os principais agentes na dinâmica das finanças, dotados de uma importante energia financeira de “ataque”: possuem um duplo imperativo, de

³⁴A análise se baseará nas corporações americanas. Contudo, sabe-se da existência e relevância de outros padrões e modelos de governança corporativas, como alemão e japonês. O primeiro está relacionado com uma ampla relação entre indústria e bancos e uma visão diferente sobre a distribuição dos lucros. As principais características desse modelo são: O financiamento é basicamente por dívidas de longo prazo, o controle é concentrado, a existência de grandes acionistas e bancos, a propriedade e a gestão são sobrepostas, a presença de proteção aos minoritários com tendência de fortalecimento, a estada de forças internas preponderantes. Já o modelo japonês é particularizado pelo financiamento por sistema bancário, pelo controle concentrado com cruzamentos (*keiretsu*), pela propriedade e gestão sobrepostas e pelos conselhos numerosos, somente *insiders*, atuantes com foco em estratégia. Esses modelos se diferem amplamente, mas ambos estão em busca de um melhor desempenho econômico, de acordo com a IBGC (2009).

rentabilidade e liquidez, e seus gestores sempre buscaram rendimentos e lucros cada vez maiores. Sob um aspecto, apresentaram como principais implicações: aquisição de empresas, desdobramento de divisões e compras alavancadas. Por outro, “*Production decisions dominated by the maximization of shareholder value seek to reduce production costs and increase stock prices without regard for the objectives of full employment, income equality, technological innovation, or deepening industrialization*”, com base na tipificação de Levy-Orlik (2012, p.236)

Rabelo e Silveira (1999) apontam dois elementos essenciais que possibilitaram a formação dessa estrutura corporativa: o posicionamento rigoroso das restrições legais e regulatórias e uma postura de investidor ativo por parte dos grandes acionistas.

Estas restrições estão incorporadas nas leis das companhias e leis de falência, na regulação dos portfólios das instituições financeiras, nos sistemas tributários, nas leis referentes ao *insider trading*, nas leis regulamentando a divulgação de informações pelas empresas e nas leis anti-truste. A segunda diferença está relacionada ao grau em que as firmas são desencorajadas a acessar fontes de financiamento externo não bancárias por leis que inibem o desenvolvimento dos mercados domésticos de *securities* corporativas e restringem também o acesso às fontes de financiamento estrangeiras” (*ibidem*, p.8).

Feita a contextualização do cenário de nascimento dessa nova estratégia empresarial, para um melhor detalhamento das suas características se partirá das contribuições da Teoria da Agência, que é a base para o desenvolvimento das contribuições do *shareholder value*. Primeiramente, faz-se a ressalva de que existem críticas³⁵ importantes que apontam as insuficiências dessa abordagem

³⁵Como principal crítica a essa abordagem se destaca o tratamento dado às inovações. Segundo a teoria da agência, com o processo de dominância financeira frente à atividade real das empresas, ocorreu uma diminuição da importância do setor produtivo e de investimentos em prol de um aumento das atividades financeiras. Contudo, o que se corrobora a partir de evidências empíricas foi um acirramento dos processos de competição e concorrência dentro dos setores e em escala global. Os processos inovativos continuam ocorrendo e se tornando uma das principais armas capitalistas para conquistar nichos e oportunidades de lucros e ganhos diferenciais. Existem também críticas sobre o próprio modelo de *shareholder value* e as consequências que ele trouxe para a performance da economia americana. Neste sentido, Lazonick (2011) levanta interessantes questões a serem avaliadas, dentre elas, cita-se: o mecanismo de incentivos ao aumento das remunerações aos executivos corporativos, que pressionam e manipulam o preço das ações. Para o autor, o crescimento exponencial dos salários dos executivos não apenas aprofundou a distribuição desigual de renda, mas também prejudicou o desempenho econômico, acirrou a instabilidade e reduziu o investimento em inovação. E mais, “[T]he fundamental problem with the agency perspective on MSV is that it simply is not the case that shareholders are the only participants in the business enterprise who make investments in productive resources without a guaranteed return. Taxpayers through government agencies and workers through the firms that employ them

teórica. Porém, dada a ausência de uma teoria minskyana para o tema e visando uma melhor análise e compreensão deste, trataremos os autores desta vertente como referências teóricas importantes.

1.3.1- A relação agente-principal

O modelo de governança *shareholder value* apresenta dois aspectos centrais: a separação entre agente-principal, na tentativa de se evitar os conflitos de interesses, devido à assimetria de informações, e o paradigma da maximização do valor do acionista.

Uma das bases desse modelo é a separação das atividades e decisões dos gerentes e proprietários. Segundo Jensen (2001), essas mudanças gerenciais evitariam conflitos³⁶ entre acionistas e gerentes e seriam necessárias para aumentar a eficiência operacional das corporações. Isto porque nem sempre o agente busca atender aos interesses do principal, pois os dois atores buscam maximizar suas próprias utilidades, que não necessariamente são coincidentes, sendo necessário, então, buscar formas de se alinharem esses interesses. Assim, os diretores com pouca ou nenhuma participação acionária na empresa poderiam eficazmente monitorar e disciplinar os gerentes, e incentivariam a maximização dos ganhos rápidos e de curto prazo, mesmo não tendo acesso a eles (Punsuvo, Kayo, Barros, 2007).

Dentro do desenho de governança com maximização do valor do acionista, as estruturas deveriam ser reduzidas e haveria uma menor burocracia, com uma maior conexão entre a tomada de decisão da alocação de recursos e as estratégias empresariais. Neste modelo existiria a supressão de vários gerentes intermediários e de supervisão, descentralização de responsabilidades, com a participação e engajamento dos trabalhadores, intensificação da

also make such risky investments on a regular basis. From this perspective both the state and labor have "residual claimant" status" (LAZONICK, 2011, p.2).

³⁶Segundo Brealey e Myers (1992), há conflito de interesse em qualquer forma de delegação de decisão. O principal motivo: dissociação dos custos e benefícios da tomada de decisão. Ao delegar poder de decisão, o acionista transfere ao gestor a responsabilidade sobre o desempenho da empresa, mas o acionista continua sendo o maior beneficiado por esse desempenho. Este princípio, dos fluxos de caixa livres, será detalhado adiante.

comunicação horizontal, viabilização de respostas mais adequadas e rápidas aos usuários, e possibilidade de desverticalização de atividades produtivas e de serviços. Seria uma forma de organização multidivisional que, via descentralização administrativa, permitiria a diversificação da produção sem entregar-se à segmentação estratégica. E o investimento de longo prazo, dentro desse arcabouço, dependeria das decisões dos gerentes e das táticas de cada empresa, como argumenta Miranda (2010).

Contudo, essa forma de organização representou uma ruptura com os fundamentos que dominavam o ambiente econômico pois, no modelo chandleriano prevalecente no *managerial capitalism*, se acreditava que o interesse dos proprietários garantiria a melhor gestão e maior eficiência das corporações, porque os lucros gerados aumentariam seus rendimentos. No caso do *money manager capitalism*, contudo não são os gerentes³⁷ que absorvem os ganhos, isto é, os responsáveis pela maior parte da produção e geração de lucros não têm direitos a ele e não se apropriam dos benefícios criados (Jensen, 1989).

1.3.2- O princípio da maximização do valor do acionista

Sob a ótica microeconômica, essas mudanças na lógica de acumulação e valorização da riqueza refletiram-se em um novo modelo de gestão e estratégias empresariais. Eles representaram uma nova correlação de forças, com a imposição dos interesses financeiros e uma organização empresarial que objetiva não apenas o lucro no sentido mais amplo, mas também a valorização dos preços dos ativos e os ganhos de curto prazo.³⁸

Outra característica relevante nesse modelo é o princípio do fluxo de caixa livre, que se baseia na distribuição do montante de lucros entre os acionistas. O pagamento de dividendos aos acionistas diminui a quantidade de recursos à disposição dos gerentes e o poder desses últimos, que ficam virtualmente subordinados ao monitoramento dos mercados de capitais. Sendo assim, os

³⁷É importante ressaltar que os gerentes não se apropriam direta e proporcionalmente dos ganhos obtidos, todavia este modelo de gestão possui como fator central o alinhamento das remunerações e dos incentivos oferecidos a eles.

³⁸Tal formulação é apresentada por Coutinho, Ferraz (1994).

gerentes que não disponibilizam o fluxo de caixa contribuem para uma queda no preço das ações da companhia, de acordo com Miranda (2010).

Lazonick e O'Sullivan (2000) avançam nesta perspectiva:

According to the logic of shareholder value theory, if corporate managers cannot allocate resources and returns to maintain the value of the shareholders' assets, then the "free cash flow" should be distributed to shareholders who can then allocate these resources to their most efficient alternative uses. Since in the modern corporation, with its publicly listed stock, these shareholders have a market relation with the corporation, the economic argument for making distributions to shareholders is an argument concerning the efficiency of the replacement of corporate control over the allocation of resources and returns with market control (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000, p.11).

Nessa nova estrutura, o preço da ação é a variável-chave e a sua valorização é uma das principais metas da gestão empresarial, como também a busca por maiores dividendos. A estratégia empresarial é focada no favorecimento da centralização dos fundos líquidos, não reinvestidos, como um reflexo da ascensão dos acionistas nessas organizações. Os executivos/gerentes passaram a ter parte da sua remuneração atrelada aos preços futuros das ações e a incentivar, por isso, a valorização contínua desses papéis.

Ademais, conforme afirma Lazonick (2011), estimulou a alavancagem, as operações mais complexas e arriscadas e a perseguição por oportunidades lucrativas, justificadas pela ideologia onipresente que o papel destes executivos é o "maximizar o valor do acionista".

Essa reestruturação dentro das empresas de capital aberto rumo a esse novo desenho ocorreu rapidamente, e apresenta características bem definidas: i) a desintermediação bancária, ii) a centralização do capital em grupos multissetoriais, e também, iii) a orientação dinâmica para o mercado, pela fluência do capital, pela diluição da propriedade e pela possibilidade de internacionalização dos negócios.

Neste contexto, um dos fatores que ganhou mais relevância foi o processo de crescimento e ampliação das corporações, marcado fundamentalmente pelas fusões e aquisições hostis. Essa prática se acirrou nos anos 1980, e ficou conhecida pela expressão de LBO's, *leveraged buyouts*,

que exprimia um movimento de aquisições de empresas, desdobramentos de divisões e compras alavancadas que forneciam como garantias as próprias ações da empresa adquirida.

Com base nesse novo molde de gestão corporativa, a principal fonte de financiamento nessas LBO's era via a emissão de dívidas em alto volume, e não por lucros retidos, como ocorria no modelo anterior. Isto porque tinha-se a perspectiva entre os acionistas de que o mercado avaliaria “melhor”, em termos relativos, as empresas mais alavancadas, e não as “menos” alavancadas, pois agravando o nível de endividamento das empresas, elas teriam a obrigação de honrar seus compromissos e apresentariam um fluxo de caixa condizente. A institucionalidade ao redor das corporações estava altamente influenciada pelo crescimento e desenvolvimento de instrumentos e grandes fundos financeiros, tendo maior acesso ao mercado de capitais, através de títulos de alto rendimento e mais arriscados. Os bancos, por sua vez, forneceram a liquidez necessária para suportar operações cada vez mais maiores.

Outro ponto articulado aos *leveraged buyouts* era a presença de gerentes tendo participações acionárias dentro dessas corporações, o que lhes daria incentivos a trabalhar mais, ser mais eficiente, com a finalidade de aumentar os seus bônus e rendimentos. Assim, em pouco tempo, as empresas experimentaram um grande sucesso. Em um primeiro momento, ocorreu uma rápida melhora operacional dos lucros e queda das dívidas. Contudo, essa tendência foi revertida.

The answer is simple. The success of the LBOs of the early 1980s attracted entrants and capital to the LBO market. Those entrants understood the basic LBO insights. Because so many understood the insights, the purchase prices for the LBOs began to reflect the insights. As a result, much of the benefit of the improved discipline, incentives, and governance accrued to the selling shareholders rather than to the post-buyout LBO investors. The key point is that the combination of gains to pre- and post-buyout investors was positive overall. The LBO insights and benefits were real (KAPLAN, 1997, p.4).

Lazonick (2011) expõe que um reflexo marcante desse molde de atuação das corporações norte-americanas, a elevação das margens de lucro e do preço das ações das empresas, de meados da década de 1980 até 2010. Isso é uma ilustração da variação nos instrumentos e lógica de ampliação da riqueza empresarial, dado que estes altos rendimentos vieram principalmente da

valorização das ações. Para o autor, três forças distintas explicaram e conduziram este comportamento: inovação, especulação e manipulação. A primeira, inovação, pode resultar em maior qualidade e produtos com menores custos, que geram aumentos representativos nos lucros, que por sua vez tendem a elevar o preço das ações da empresa inovadora. A especulação, muitas vezes incentivada pela inovação, impulsiona o preço das ações mais alto, no momento em que os investidores assumem ou que a inovação (que é inerentemente incerta) continuará no futuro ou que há um "greater fool" que comprará as ações a um preço ainda maior. Já a manipulação acontece quando os executivos, que controlam a alocação de recursos da empresa, fazem-no de modo a aumentar o lucro por ação, apesar da ausência de inovação.

Contudo, entende-se que essa nova dinâmica acentua e incentiva a instabilidade financeira. Na busca e exigência pela rápida valorização e ganhos maiores no curto prazo, por parte dos seus money managers e CEO's, essas corporações são estimuladas a ampliar e multiplicar as transações e as operações mais arriscadas. Também passaram a operar com instrumentos financeiros cada vez mais complexos e de forma mais alavancada, reduzindo a margem de segurança nos seus fluxos de caixas. Assumem, assim, posições em setores cada vez mais diversificados, de forma mais agressiva, especulativa, na procura por maior rentabilidade, em um ambiente globalizado, altamente interligado e sistêmico. Esta nuance cooperou para aprofundar o seu nível de alavancagem, deixando as empresas mais expostas a oscilações nas variáveis macroeconômicas, nos mercados e nos preços de seus ativos, e a uma maior fragilidade. Isso contribuiu para perpetuar a instabilidade e tornar as crises mais frequentes, severas e longas.

Considerações finais

Os anos após 1970/80 foram de grandes mudanças no cenário econômico internacional, puxadas pelas transformações e ocorridas nos Estados Unidos. Esse período foi marcado pela ascensão dos fundos institucionais, acirramento da concorrência intercapitalista, mudança na lógica de valorização do capital, submissão das empresas às avaliações e precificações do mercado

financeiro, interpenetrações entre as carteiras mundiais, desregulamentação do sistema econômico, sobretudo nas finanças, aceleração dos processos e dos instrumentos de securitização e inovação financeira, formação de *shadow banking system*, entre outros. Este desenho se ampliou rapidamente no âmbito global e dita, até hoje, a lógica de acumulação e reprodução da riqueza.

Ao longo desses anos, se destacou o trabalho de Hyman Minsky como um importante teórico do capitalismo. Ele classificou a etapa a partir de 1982 de *money manager capitalism*., Minsky afirmava que o capitalismo é endogenamente instável, devido ao comportamento do investimento, que carrega consigo um rastro de passivos a serem honrados. Em especial, a fase iniciada nos anos 1980, nos EUA, apresenta uma configuração institucional que acentua e incentiva a propagação da instabilidade e de crises.

No contexto e como um dos pilares desta institucionalidade, se destaca um novo modelo de gestão corporativa, o *shareholder value*. Este é produto das mudanças institucionais e do desejo capitalista por maiores lucros e pela reprodução da riqueza. Na busca e exigência pela valorização e ganhos crescentes no curto prazo, por parte dos seus acionistas, as corporações são encorajadas a operar instrumentos financeiros cada vez mais complexos e exóticos, que lhes garantem ganhos diferenciais e rentabilidade extraordinária no curto prazo.

CAPÍTULO II: O capitalismo instável brasileiro: comportamento das grandes empresas nacionais e a sua relação com o ambiente macroeconômico (1980-2008)

Apresentação

Minsky, em sua obra, enfatiza que o capitalismo é dinâmico e desenha-se de diversas formas. Estas dependem dos caminhos traçados pelos seus processos históricos, pela ação do tempo, pelas transformações e pelas estruturas institucionais. Dentro desse leque de possibilidades, todos os modelos contêm uma característica em comum: carregam, intrinsecamente, a fragilidade e a instabilidade, sendo este aspecto, em alguns, mais acentuado que em outros.

O autor aponta a existência de diversos arranjos institucionais nas economias, com importantes implicações para a estabilidade, a eficiência e para a distribuição de poder. As economias periféricas podem ser enquadradas na categoria de estruturas mais voláteis relativamente aos países centrais. Isto é, elas possuem elementos e características nos seus arranjos sociais, políticos e econômicos que as tornam mais suscetíveis às flutuações.

A dinâmica do capitalismo brasileiro é particular, uma vez que além dos fatores instabilizantes de qualquer sistema, provenientes de uma economia monetária da produção e das relações de investimento, compreende singularidades. Dentre os elementos que aprofundam as incertezas domésticas citam-se questões relacionadas à ausência e/ou à ineficiência dos canais de financiamento de longo prazo, à baixa geração e disseminação de inovações e progresso técnico, aos perfis típicos de distribuição e criação de renda e emprego, e à assimetria no grau de autonomia da política econômica. Tavares (1974) enumera problemas enraizados na dinâmica brasileira, tais como: a desproporção micro-macro oriunda do transplante de setores modernos em economias atrasadas, os problemas associados aos padrões de produção e consumo liderados pelas grandes multinacionais e as perturbações referentes à segmentação e à marginalização dos mercados de trabalhos urbanos. Verifica-se também uma conjunção de especialização da pauta de exportação, centrada em produtos primários e com baixa elasticidade renda, e uma pauta importadora que é estruturalmente deficitária em produtos de alto valor agregado e elevado conteúdo tecnológico (Prates, 1997; Andrade, Prates, 2012).

Na economia brasileira, o segmento industrial (privado), é altamente concentrado e pouco competitivo internacionalmente. Não é composto por fortes conglomerados e possui expressiva centralização de capitais. Essas particularidades, mesmo após o movimento de abertura e liberalização dos mercados, comercial e financeiro, se mantiveram e/ou se agravaram, conforme apontam Miranda e Tavares (2000).

Tendo em perspectiva esse cenário mais amplo, esse capítulo se debruçará sobre a trajetória recente do capitalismo brasileiro, em especial no modo como a instabilidade macroeconômica nacional influenciou nas estratégias e decisões das corporações, a partir dos anos 1980. A presença de constantes e intensos períodos de volatilidade macroeconômica levou à formação de expectativas e institucionalidades diferenciadas, impondo ajustamentos patrimoniais e financeiros aos agentes, tendo em vista a preservação do patrimônio existente e a sua liquidez. Ademais, pode-se afirmar também a existência, no Brasil, de um capitalismo desenvolvido a partir de uma íntima articulação de interesses entre setor empresarial e bancário, a partir dos ganhos com juros dos títulos da dívida pública, que viabilizavam, além de alta remuneração, elevada segurança e, ao mesmo tempo, alta liquidez para os seus detentores.

Este capítulo examinará, em linhas gerais, o comportamento das empresas no período de crise monetária, a sua reestruturação com a liberalização comercial, o seu ajuste e compatibilização no momento do Plano Real e a postura nos anos de estabilidade e crescimento - início dos anos 2000. Apontar-se-á de que forma se estabeleceram as interações e nexos das empresas com os bancos e instituições financeiras, o perfil dos investimentos, a atuação tecnológica, as estratégias nos mercados internos e externos, entre outros aspectos.

Posto isso, esse capítulo apresentará na primeira seção, após essa introdução, uma breve contextualização do comportamento das empresas não-financeiras do início dos anos 1980 a 2003. Para uma análise mais clara e precisa, e dada a extensão do período estudado, a tarefa será dividida em três períodos³⁹. Inicialmente, serão estudados os comportamentos, em termos de decisões de produção, de preço e de financiamento em um ambiente que combinava alta instabilidade e restrição ao crédito externo, entre 1982 e 1990. Em seguida, será tratada a etapa entre 1990/1994,

³⁹De acordo com Pereira (2000).

marcada por acentuada inflação, progressiva reinserção ao mercado de crédito externo e abertura comercial. Na sequência, será analisado o comportamento das empresas nacionais no contexto de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização: 1994 à 2003. Por fim, serão discutidas as transformações e estratégias mais relevantes do segmento empresarial nos anos mais recentes, entre 2003-2008.

O intuito central será o de articular as estratégias do setor e suas posturas financeiras ao ambiente macroeconômico. A hipótese é de que os períodos de instabilidade macroeconômica condicionaram o comportamento e limitaram os instrumentos estratégicos dos agentes privados domésticos. Esse contexto foi alterado a partir de 2003, com a retomada do ciclo de crescimento associado a um cenário de estabilidade macroeconômica. A maior estabilidade, contudo, lançou as sementes para a instabilidade.

2.1- A situação empresarial de 1980 a 2003

Sabe-se que há uma ampla heterogeneidade dentro do setor empresarial brasileiro e uma estreita articulação entre as empresas estatais, estrangeiras e privadas. O perfil setorial é, relativamente, pouco diversificado e existe uma separação e desarticulação entre banco e indústria, com deficiência na concessão de crédito e financiamento sobretudo de longo prazo, deficit de capacitação e desempenho produtivo, pouca cooperação entre produtores e usuários e uma fraca capacidade inovativa. Podem ser caracterizadas por estratégias e organizações defasadas, conforme Coutinho e Ferraz (1994) argumentam. Já para Coutinho e Rabelo (2001), os problemas das corporações nacionais vão além das questões econômicas e financeiras,

Yet high corporate ownership concentration in Brazil and the fact that most large Brazilian-owned corporations are under family control hinders the effect of market discipline on managerial turnover (particularly in the case of corporations that are owner-managed), thereby allowing sub-optimal managerial practices to persist longer than would occur in a system where capital markets exert stronger signals (COUTINHO, RABELO, 2001, p.4).

O segmento compreende algumas especificidades que devem ser mencionadas, tais como a expressiva participação das empresas familiares e um maior dinamismo relativo das filiais das corporações estrangeiras aqui instaladas. A primeira característica está atrelada ao perfil patrimonial nacional e como ele se refletiu na organização das empresas, na perspectiva de certa centralização e hierarquização, e na concentração das decisões empresariais dentre os próprios familiares: *“Brazil is a country with strong authoritarian traditions, and inadequate corporate governance laws make it possible to perpetuate authoritarian and concentrated influence over governance structures”* (COUTINHO, RABELO, 2003, p.1).

Esse modelo de organização empresarial já havia sido superado nos países centrais e dado lugar a novas diretrizes de gestão corporativa⁴⁰. As filiais das multinacionais aqui instaladas importaram os modelos de gestão e estratégias das suas matrizes e trouxeram para o país novos formatos organizacionais. As transnacionais aqui instaladas apresentavam um forte desempenho no mercado brasileiro estando presentes nos mais distintos setores e com domínio nos mais dinâmicos. Elas aproveitavam as oportunidades e opções aqui disponíveis, como a possibilidade de exploração de recursos naturais e mão-de-obra a menores custos, altos subsídios e isenções fiscais, e por fim, a proteção de um mercado interno, até o final da década de 1980, que lhes permitia utilizar tecnologias de segunda ordem⁴¹.

2.1.1- Características das empresas em um contexto de alta inflação com restrição externa (1982/1990)

Os anos 1980, no Brasil, foram marcados por uma profunda crise econômica e pelo fim da ditadura (1964-85). A “década perdida”, no âmbito da economia, está relacionada as baixas taxas de crescimento do PIB, à aceleração da inflação e à crise no balanço de pagamentos. A desaceleração do crescimento foi vertiginosa, bem como a aceleração da inflação. Neste contexto, ocorreu uma instabilidade acentuada das taxas de juros, aumento do déficit público e crescimento

⁴⁰Esse modelo, *shareholder value*, foi discutido no capítulo anterior deste trabalho.

⁴¹Para maior detalhamento ver Tavares (1979).

da dívida externa. Este momento histórico desorganizou as avaliações convencionais dos possuidores de riqueza e condicionou as posturas que passaram a ser assumidas.

Em relação às principais estratégias na década, ganhou relevância, a busca pela acumulação de ativos mais líquidos, a realização de receitas não-operacionais, a financeirização dos preços⁴² e o encurtamento dos ciclos de negócios. As estratégias das empresas também incorporaram o corte de planos de expansão, elevação (ou tentativa de elevação) da participação das exportações em seus fluxos de caixa, redução dos níveis de estoques retidos, defesa dos seus *mark-ups* para preservar o valor da riqueza reprodutível e tentativas de eliminar os riscos e incertezas presentes na produção doméstica oriundas do cenário interno⁴³.

Esse comportamento defensivo e voltado, exclusivamente, para a defesa do patrimônio existente e da liquidez empresarial, foi compatível com a preservação dessas firmas no mercado porque, por um lado, a economia nacional estava protegida do comércio internacional.⁴⁴ Por outro lado, nesses cenários de instabilidade e elevada volatilidade dos preços, existe uma mudança nas decisões de formação de preços das firmas, bem como de investimento. Neste contexto, passa a não se observar, no âmbito das firmas, o ônus implícito relativo à perda de posições de mercado e *market share* decorrentes da estagnação do estoque de capital. Isto acontece porque se gera uma retração “coordenada” das decisões de investimento, dentro das estruturas de mercado. A opção de

⁴²O termo financeirização dos preços foi utilizado por Tavares (1993), que caracteriza economias, “onde a taxa real de juros estabelece um parâmetro mínimo de rentabilidade na operação do capital produtivo, independentemente do destino da produção ser os mercados interno ou externo. Além da taxa de juros, a formação de preços também é afetada pela taxa real de câmbio, em decorrência da busca da preservação de valores patrimoniais em divisas. Dito de outro modo, a arbitragem entre os ganhos com os títulos públicos e os lucros operacionais impõe a taxa real de juros como patamar mínimo de rentabilidade produtiva, ao mesmo tempo em que os valores patrimoniais em divisas são mantidos. A proteção cambial endógena permite o ajustamento pleno dos *mark-ups* na formação de preços”.

⁴³De acordo com Ruiz (1997), os grupos nacionais se valeram de estratégias mais conservadoras, reproduzindo vantagens competitivas existentes. Preservou-se a ausência de ligações entre os grupos econômicos industriais e as instituições financeiras. Privilegiou-se também a utilização de capital próprio em detrimento do capital de terceiros. Constatou-se ainda a predominância de estratégias coerentes, especialmente aquelas baseadas em especialização e diversificação sinérgica. Por outro lado, poucos grupos guiaram-se por estratégias puramente especulativas.

⁴⁴Sob a ótica dos países latino-americanos, a abrupta contração do crédito em moeda estrangeira impôs a necessidade de um ajustamento rápido das contas externas. Uma das conseqüências de tal processo foi o crescimento dos níveis de proteção concedidos à indústria, visando gerar saldos comerciais expressivos em curto espaço de tempo – reforçando um viés intrínseco ao processo de industrialização periférica. Além disso, a contrapartida do ajustamento das contas externas foi o desajuste interno, materializado no agravamento da crise fiscal e financeira do setor público e na aceleração inflacionária (Cruz, 1995).

retração e alteração do perfil desejado das decisões de investimento, no cenário de crescimento da instabilidade em um regime de alta inflação, impõem um deslocamento dos parâmetros que balizam as decisões de formação de preços das firmas líderes do setor industrial, segundo Pereira (2000).

O setor privado, neste âmbito, estava cauteloso, sem um horizonte de longo prazo e envolto em altos riscos e em uma dinâmica econômica de *stop and go*. Neste cenário, procurou posições mais líquidas, adaptou-se defensivamente na operacionalização do cálculo empresarial, além de reduzir ao máximo seu endividamento. A esfera financeira⁴⁵ tornou-se cada vez mais atrativa, oportuna e relevante, e a taxa de juros dos títulos públicos passou a atuar como balizadora da atividade industrial. Então, à medida que a rentabilidade das atividades produtivas não acompanhava a rentabilidade e a liquidez dos títulos indexados, ocorria uma transferência da riqueza do setor produtivo para o financeiro (Belluzzo; Almeida, 2002).

Os planos de estabilização fracassados, a escassez de recursos externos e a deterioração da situação fiscal contribuía ainda mais para acirrar a instabilidade e as incertezas. Vale dizer, desencadeou-se uma queda dos investimentos, um posicionamento “defensivo” em relação às margens de lucro, um aumento do desemprego e uma diminuição da demanda por crédito. As empresas ajustaram seus instrumentos, mudaram a sua alocação patrimonial e passaram a focar suas estratégias na defesa dos ganhos conquistados e na proteção da sua riqueza na esfera financeira, e, em especial, nos títulos de renda fixa.

A vigência de um quadro de profunda instabilidade se expressa na imprevisibilidade da evolução futura do preço real dos ativos denominados em moeda doméstica. Ela se manifesta, por outro lado, em um maior custo implícito, decorrente dos níveis de risco percebidos, de carregar os estoques de passivos financeiros, denominados em moeda estrangeira e em moeda doméstica. O crescimento do custo implícito do endividamento decorre do fato de que o risco de descasamento entre receitas e despesas eleva-se de forma proporcional ao crescimento das taxas de inflação, da volatilidade do câmbio real e das flutuações recorrentes do nível de atividade de curto prazo (PEREIRA, 2000, p.92).

⁴⁵Segundo Miranda e Tavares (2000), esse perfil de alocação ampliou e consolidou a riqueza patrimonial sob a forma financeira.

Neste âmbito, aumentaram os custos e pioraram as condições para a tomada interna de recursos na primeira metade da década de 1980, devido ao aumento das taxas de juros domésticas, à indexação das dívidas e ao efeito da correção monetária⁴⁶. Para Belluzzo e Almeida (2002), este panorama comprometeu a utilização da indexação para fins de intermediação financeira e destruiu a confiança nas paridades de valores patrimoniais e dívidas que a regra de indexação procurava preservar. Nessas condições, para esses autores⁴⁷, houve um aumento do risco do crédito para os tomadores e emprestadores e romperam-se os padrões que guiavam, em uma economia inflacionária, as antecipações das rentabilidades relativas de ativos reais e financeiros.

Ocorreu, assim, uma contração do crédito doméstico, com a fixação de limites quantitativos de expansão das operações bancárias e um encurtamento dos prazos dos projetos. Os contratos de longo prazo ficaram inviabilizados, ora pela existência de correção monetária interna, ora pela repactuação periódica dos juros ao nível em vigor no mercado financeiro externo e da correção cambial (Costa, Deos, 2002). Quanto ao crédito externo, o aumento dos juros internacionais e a possibilidade de maxidesvalorização da moeda nacional levaram a um aumento do risco de devedor. Esses fatores contribuíram para o rápido desendividamento⁴⁸ dos empresários em moeda estrangeira, via o aumento da dívida do governo e empresas estatais, e a neutralização dos riscos de não-renovação do crédito de curto prazos. Por outro lado, as bruscas mudanças nos seus custos conduziram à geração interna de liquidez e ao financiamento através de recursos próprios.

Um traço adicional desse quadro diz respeito ao padrão de financiamento das corporações, isto é, à dependência construída em relação aos recursos próprios, fontes públicas e empréstimos bancários de curto prazo. Este expunha a deficiência e os gargalos do financiamento de longo prazo da economia nacional e a falta de mecanismos de intermediação não-bancária.

⁴⁶Isso ocorreu fruto da aceleração inflacionária.

⁴⁷Vale destacar que Belluzzo e Almeida (2002), ao construírem uma interpretação minskyana do ajuste empresarial no período, salientam não apenas o aumento do risco de crédito como fator impeditivo das operações, mas também o descasamento entre o crescimento dos ativos e passivos.

⁴⁸Costa (1997) conclui que quanto maior a taxa de inflação, maior o risco de descasamento dos indexadores que reajustam receitas e despesas ou de incorrer em erros de previsão sobre a evolução futura das taxas de juros e câmbio reais, nos momentos contratualmente previstos para os desembolsos com serviço e amortização.

Ressalta-se a constatação de um padrão monetário particular, no período, embasado na moeda indexada⁴⁹. A aceleração da inflação aumentou a percepção de incerteza em relação à taxa futura de retorno real dos ativos, induziu a emissão de títulos pós-fixados também pelas empresas e generalizou a indexação no setor privado, a fim de preservar a sua riqueza. Presenciou-se, também, o encurtamento dos prazos dos contratos e a generalização da indexação, constituindo os dois lados de uma mesma moeda, - o próprio sistema de indexação⁵⁰ se convertia em um mecanismo endógeno de expansão da dívida pública.

Neste interím, além do sistema formal de indexação baseado na variação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)⁵¹, ganhou força o sistema de indexação informal, baseado na taxa *over*, diante da importância que o financiamento do setor público passou a representar para os bancos, particularmente no âmbito da geração de receitas. Isto porque, além do rendimento envolvido na operação, esses ativos constituíam importante instrumento para essas instituições se apropriarem das receitas proporcionadas pela alta inflação. Os compradores de ORTN's e também, mais tarde, de Letras do Tesouro Nacional (LTN) conseguiam não apenas preservar, mas valorizar a riqueza financeira, em contexto de forte aceleração de preços, ou seja, de instabilidade monetária. Embora tais títulos não possuíssem plena liquidez monetária – que permitissem a liquidação imediata das dívidas –, detinham elevada liquidez financeira – relacionada à negociabilidade perfeita dos haveres não-monetários, como se estes fossem moeda (Hermann, 2005). Por outro lado, contribuía para uma maior rigidez e realimentação no sistema de preços.

⁴⁹Sobre o assunto, Carneiro (2002) comenta que a tradição em períodos de crises monetárias era a substituição da moeda local por uma estrangeira, e não por um artifício local, como visto na economia brasileira da época.

⁵⁰A indexação formal tornou-se uma solução aparentemente fácil para se conviver com a inflação e passou a ser amplamente adotada, para maior número de contratos e preços na economia e para intervalos de tempo menores. No entanto, à medida em que possibilitava essa “convivência” com a inflação, também prejudicava o combate a suas causas. Isso porque os preços, por via da indexação disseminada, eram em proporção cada vez maior corrigidos pela inflação passada, gerando nova inflação, que iria corrigir os preços novamente no futuro e assim por diante, dando origem ao que foi denominada de inflação inercial. Como resultado, a partir da segunda metade da década de 80, a economia brasileira foi caracterizada por altíssimas e crescentes taxas de inflação e um sistema de correção monetária operando a intervalos cada vez menores, de acordo com Febraban.

⁵¹Hermann (2005) argumenta que o instrumento da correção monetária introduziu também o conceito de juro real explícito aplicado aos títulos públicos, ao invés de juros nominais que embutiam uma estimativa de inflação futura. Viabilizou, pois, um sistema de reajustamento do valor da dívida e de seus encargos a partir da taxa de inflação, atribuindo viabilidade ao financiamento não-monetário do setor público a partir da criação de um mercado de dívida pública em contexto inflacionário.

Ou seja, trava-se de ativos com alto grau de liquidez monetária, a contrapartida de sua plena liquidez financeira. Ativos tão líquidos quanto os depósitos à vista, com garantia de juros reais aos seus detentores. Ao invés de estimular a acumulação de capital no âmbito da circulação industrial, os ativos financeiros com rendimento real assegurado pelo instituto da correção monetária possibilitavam a valorização da riqueza no âmbito da circulação financeira. [...] Estes títulos se destinam na realidade a alimentar um circuito financeiro privilegiado a pretexto de servir de contrapartida ao manejo das contas monetárias, internas e externas. Na verdade, ambos os títulos têm servido fundamentalmente de “base de expansão” para a circulação financeira [...] (TAVARES, 1978, p.150).

Com a implementação de políticas de ajustamento que estabeleciam limites ao crédito doméstico, deu-se uma redução absoluta dos fundos de *finance*. As medidas econômicas de retração impactaram amplamente no empresariado, não apenas ao interferir nas opções e condições de investimento, mas também impondo a geração própria de recursos como condição necessária para dar continuidade aos ativos já constituídos, sem a necessidade de recorrer aos bancos. Disseminou-se a exigência de auto-suficiência no financiamento das empresas (Belluzzo; Almeida, 2002).

Viu-se, ainda, uma maior participação dos bancos oficiais na condução e intermediação desses fundos mínimos de financiamento, com a presença de recursos compulsórios do BNDES nos segmentos de maior importância. Mas, devido à situação frágil e à deterioração das carteiras de empréstimos dos bancos e do setor público, essas ajudas não se disseminaram e não tiveram grande impacto na economia como um todo.

No tocante às empresas estrangeiras aqui instaladas, pode-se afirmar que ocorreu um aumento das transferências intrafirma em função da elevada aversão ao risco e, via de regra, do baixo dinamismo dos mercados domésticos (que reforça a baixa demanda por fundos para inversão) e um crescimento do nível desejado das remessas de lucros, tal como aponta Pereira (2000).

Nesse entendimento, o ambiente empresarial experimentou elevada incerteza em função das expectativas de choques e elevada instabilidade nos preços e variáveis macroeconômicas. A desordem nos padrões monetário e cambial e as constantes flutuações no cenário instabilizavam as decisões capitalistas, seja obrigando a recontração de compromissos firmados, seja fixando

revisões especulativas nos preços esperados, que deixaram de ser rígidos. Segundo Tavares (1986), os componentes da equação de preços, que correspondem à valorização estritamente especulativa da riqueza capitalista, estariam agora "autonomizados" em relação às condições de valorização produtiva e exprimiriam o fenômeno peculiar desta crise.

Aponta-se, assim, que o caráter rentista da riqueza, neste contexto, prevaleceu sobre o lado produtivo e impôs uma estratégia baseada na estimativa e no processo de ajuste do *mark-up* e dos custos de produção com uma certa margem de segurança. Essa opção, ao mesmo tempo, interferiu na dinâmica macroeconômica e realimentou a instabilidade e volatilidade dos preços. As escolhas em relação à valorização capitalista acentuaram o contexto de inflação e contribuíram para as flutuações bruscas nas taxas de juros, câmbio e nas margens esperadas ou desejadas de lucro (Tavares, 1986).

As bruscas e recorrentes alterações macroeconômicas, a perspectiva de desvalorização da moeda nacional e a incerteza em relação à realização da produção nos mercados conduziram à escolha de ativos mais líquidos. Esses aspectos refletiram-se na queda dos investimentos produtivos, na desarticulação do padrão de crescimento nos setores mais dinâmicos, em desequilíbrios nas estruturas industriais e na dispersão dos graus de utilização da capacidade produtiva instalada, tanto quanto na inserção no mercado externo (Carneiro, 1993). Manteve-se inalterada a não geração de um ciclo expansivo e a posição de especialização. Ocorreu, também, a falência de pequenas e médias empresas. Permitiu-se, ainda, que os grandes conglomerados se fortalecessem e intensificassem a concentração no setor e o poder de certas empresas em segmentos localizados, o que ocasionou a ausência de implementação das bases para a acumulação autônoma e para a dinamização interna.

2.1.2- Características das empresas em um contexto de alta inflação, abertura comercial e retorno do crédito externo (1990/ 1994)

No final da década de 1980, a economia brasileira sofreu uma grande ruptura motivada pela disseminação e afirmação da ideologia neoliberal, materializados nos movimentos de abertura comercial e financeira. Esse processo, apoiados pelo setor privado nacional e por investidores

internacionais, refletiram-se em reformas e transformações na gestão do aparato governamental e institucional e metamorfoses nos comportamentos dos agentes internos.

A conjuntura no período estava intimamente atrelada às diretrizes do Consenso de Washington. Este partia de um arcabouço neoliberal e buscava corrigir os problemas que, segundo seus formuladores, as políticas desenvolvimentistas trouxeram para os países, em especial os ditos “em desenvolvimento”. Nesta perspectiva, essas nações só conseguiriam retomar o crescimento econômico e alcançar uma melhor distribuição de renda depois da implementação de certas diretrizes, focadas na estabilidade de preços e reformas estruturais. No tocante à lista de recomendações, destacam-se possíveis “soluções” para os países, dentre elas: disciplina fiscal, redução dos gastos públicos, reforma tributária, liberalização financeira e comercial, taxa de câmbio competitiva, atração aos investimentos estrangeiros diretos, privatização das estatais, desregulamentação, eliminação de maior parte dos subsídios, garantia da liberalização dos preços e garantia do direito de propriedade.

Nesse contexto, o país voltou ao mercado internacional tanto pelo lado comercial quanto pelo lado financeiro. O processo de abertura comercial⁵² foi fomentado pela queda de tarifas nominais e efetivas, pela eliminação de barreiras não – tarifárias, pelo fim das cotas quantitativas e pela suspensão de certos subsídios. Alguns economistas, tais como Franco (1998), Moreira e Correa (1996) e Mathieson e Rojas-Suárez (1993) defendiam que o capital estrangeiro financiaria o crescimento econômico, resolveria os desequilíbrios estruturais das contas externas, promoveria a reestruturação produtiva e levaria à modernização tecnológica. Assim, a inserção produtiva brasileira no período também foi marcada por essa posição.

A abertura comercial e a experiência do Plano Collor, no início da década, impõem novas restrições ao processo de formação de preços das firmas líderes. Em contextos que combinam alta inflação e abertura comercial, o cálculo de determinação dos mark-ups desejados, inflados pelo risco de desvalorização do capital líquido, passa a ser realizado em quadros de maior contestabilidade das posições de mercado das firmas. A abertura da economia, em contextos de elevada instabilidade macroeconômica, eleva a percepção privada do custo implícito envolvido em assumir o risco de renda. Os índices de mark-ups descreveram uma trajetória de

⁵²Vale ressaltar que a abertura no país ocorreu sem a negociação de contrapartidas ou de qualquer política industrial que articulasse o parque nacional com a nova dinâmica global.

queda, em um primeiro momento, e voltam a crescer após o fracasso da tentativa de estabilização. A dinâmica descrita pelas margens foi definida pela combinação do estímulo altista, decorrente da incerteza e instabilidade crescentes, aos estímulos baixistas associados à abertura comercial (PEREIRA, 2000, p.107).

Ao longo da década de 1990, com os movimentos de internacionalização⁵³ e privatização de diversas estatais, as empresas nacionais tiveram que se inserir no novo circuito de valorização e se adaptar à dinâmica financeira e globalizada, sendo primordial a implementação de um conjunto de transformações. Elas ocorreram, especialmente, nas suas estruturas patrimoniais, opções e formas de financiamento, nos contratos e relações trabalhistas. Em relação ao financiamento⁵⁴ das empresas, presenciou-se a volta da oferta de financiamento estrangeiro e uma nova forma de captação direta de recursos para as empresas brasileiras. Viu-se a ampliação das operações de *leasing*, a diversificação dos mercados de atuação bancários e a opção de instrumentos que relacionavam a esfera financeira e a cambial (Carneiro, 2002). No período, opções como *bônus*, *notes* e *commercial papers* cresceram consideravelmente. Isso porque o crédito interno estava inviabilizado pela alta incerteza, pelo encurtamento dos prazos e pela alta liquidez dos mercados externos.

⁵³Em relação aos processos de internacionalização e aos fluxos de IDE nos 1990, Sarti e Laplane (2002) apontaram que esse preponderantemente existiu na forma de fusões e aquisições (F&A), e pouco contribuíram para ampliar a taxa global de investimento e seus efeitos multiplicadores na economia brasileira. Em relação ao balanço de pagamentos, o incremento do IDE melhorou o perfil da conta capital e financeira, mas também foi responsável por mudanças no padrão de inserção comercial, contribuindo para o aumento mais que proporcional do coeficiente importado *vis-à-vis* o exportado. Hiratuka e Sarti (2011) complementam apontando que a modalidade de F&A foi preponderante nos fluxos de IDE, o que reduziu seu efeito acelerador sobre a economia (brasileira).

⁵⁴Pereira (2000) argumenta que os lucros retidos, em um quadro de baixo ritmo de crescimento tendencial dos ativos operacionais, poderiam ser canalizados para o desendividamento, para a aquisição de ativos financeiros de curto prazo ou remessas ao exterior, em um contexto de elevado risco de desvalorização do estoque de riqueza líquida. No tocante à abertura da conta financeira, ela foi intensa, expressiva e apresentou algumas peculiaridades. Destacam-se, entre as principais características desse processo, a maciça entrada de atores privados e a possibilidade dos fundos de investimento e empresas estrangeiras acessarem o crédito público e os incentivos fiscais. Verificou-se também um forte fluxo de IDE (Investimento Direto Externo), no primeiro momento, na forma de privatizações, aquisições e fusões, impulsionadas pelos investidores interessados em aumentar sua rentabilidade e reduzir seus riscos. Adicionado a isso, viu-se a queda de algumas barreiras/restrições ao envio de divisas e recursos ao exterior. Contudo, não se permitiu a dolarização da economia, como ocorreu em alguns países latinos.

Neste quadro, ocorre uma alteração na composição desejada do *funding* dos novos planos de inversão das grandes empresas, entre autofinanciamento e captação de recursos de terceiros. Esta se expressa no aumento da alavancagem financeira desejada. Muda o *mix* desejado entre autofinanciamento/recursos de terceiros na composição do *funding* dos novos planos de investimento, como muda a distribuição requerida entre os fluxos de dívidas denominadas em moeda doméstica vis-à-vis denominadas em moeda estrangeira (PEREIRA, 2000, p.105).

No tocante à concorrência, a abertura do mercado brasileiro para produtos importados obrigou a indústria nacional a investir na modernização do processo produtivo, na elevação da qualidade e lançamento de novos produtos. Incentivou, neste contexto, o abandono de empresas nacionais em linhas de produção com menores escalas e/ou estruturas não competitivas, o aprofundamento do processo de terceirização e o aumento do coeficiente importado (motivado pela apreciação cambial e abertura comercial). Neste cenário, muitas empresas nacionais não sobreviveram e outras foram adquiridas por concorrentes locais ou multinacionais. Como consequência, um amplo movimento de consolidação teve início, com fusões, aquisições e inúmeras alianças estratégicas (Wood, 2000).

O processo de privatização, que, na perspectiva liberal, deveria levar à maior produtividade, deu continuidade à baixa competitividade global das corporações brasileiras.

The privatization process initiated in the early 1990s, the growing role and activism of domestic institutional investors (pension funds), and the flow of foreign capital into the stock exchange, were all expected to produce important salutary effects in Brazilian corporate governance. These effects have remained limited. One reason is that the new ownership structures that emerged from privatisation continue to be characterized by a high degree of ownership concentration. Control in some privatised firms is shared among a small group of shareholders (family-controlled business groups, pension funds and local and foreign investment funds) and in others it is now held by a single dominant shareholder or group of shareholders. But privatization did not lead to widely dispersed shareholding even in those firms acquired by Brazilians (COUTINHO, RABELO, 2001, p.4).

Neste âmbito, as empresas que desejavam permanecer no mercado tiveram que focar em um grande processo de reestruturação microeconômica. Ele envolvia a revisão e aprimoramento dos métodos administrativos e organizacionais, formação de alianças estratégicas - seja diversificando, seja para novas áreas, seja ampliando os mercados,- com maior presença externa e

com redução dos custos de gerenciamento, busca por centralização de certas atividades e terceirização de outras. As empresas foram compelidas a investir na automação e reduzir a hierarquia interna, o que ocasionou, por um lado, a dinâmica de conglomerado diferente, mais restrita em termos de setores e número de participantes, se comparado com fases anteriores (Miranda, Tavares, 2000). Por outro lado, levou ao aumento na produtividade. Toda essa modernização era necessária para as empresas se tornarem mais competitivas, tanto no mercado interno quanto no mercado externo (Ruiz, 1994).

2.1.3- Características das empresas no contexto de estabilização monetária e abertura comercial e financeira (1994/2003)

A transformação mais expressiva e relevante no período foi a estabilização dos preços, com o Plano Real. Até a sua implementação, em 1994, diversos foram os planos/políticas, para tentar erradicar a inflação no Brasil, por exemplo, a taxa média anual registrada, entre 1990 e 1994, era de 764%. Contudo, só após a volta do financiamento e do capital externo que se pode reduzir efetiva e progressivamente o patamar inflacionário.

O Plano Real⁵⁵ foi implementado em meados de 1994 e era composto de três etapas: ajuste fiscal, reforma monetária e âncora cambial. O ajuste fiscal visava estabelecer um equilíbrio orçamentário e iniciou-se com um amplo programa de austeridade fiscal: aumento de tarifas públicas, corte dos investimentos das estatais, saneamento dos bancos públicos federais, maior controle nas despesas públicas, maior transparência dos orçamentos governamentais, metas de superávit fiscal e um amplo programa de privatização das empresas estatais. A reforma monetária, por sua vez, foi feita com uma indexação completa da economia brasileira, via a criação da Unidade Real de Valor (URV)⁵⁶. Por fim, fez uso da âncora cambial, ao atrelar a URV ao dólar e estabelecer um regime de câmbio fixo, mas administrável. O intuito era incentivar a entrada de produtos importados, acirrar a concorrência e forçar uma queda dos preços internos, e ao mesmo

⁵⁵Enfatiza-se que o Plano Real fazia parte de um ideário neoliberal de desenvolvimento, caracterizado pela sua concepção estratégica de longo prazo.

⁵⁶Souza (2005) argumenta que na fase da URV se estabeleceu uma relação tal entre preços e salários que aumentou a rentabilidade das empresas, pois nessa condição, elas puderam desvincular os preços dos salários durante certo tempo.

tempo institucionalizar uma referência para os preços. Para isso seria necessário, a partir de superávits comerciais e na conta de capitais⁵⁷ externos, acumular um nível de reservas que fosse compatível com essas demandas.

Para os formuladores do Plano Real, a causa primária da inflação brasileira era a desordem financeira e administrativa do setor público. A origem era o alto endividamento das diferentes instâncias da federação e dos bancos estatais, a ampla desorganização das contas fiscais e a exacerbção dos conflitos distributivo em todos os níveis. Para economistas como Franco (1995), Bacha (1995) e Fritsch (1992), ocorria no Brasil um efeito Tanzi às avessas. Isto é, a inflação seria duplamente benéfica para o governo, uma vez que os impostos estavam protegidos pela inflação enquanto as despesas eram determinadas em termos nominais: um imposto inflacionário que aumentava a arrecadação e reduzia o gasto real do governo. Dessa maneira, o Estado precisaria passar por um rigoroso programa, ortodoxo com ênfase no rearranjo das suas contas, para conter o avanço dos preços (Bacha, 1995).

Previamente à execução do plano, o governo promoveu um forte aumento da taxa de juros e começou a renegociação das dívidas dos estados e municípios. O seu objetivo, com a primeira medida era atrair capital especulativo e fortalecer as reservas cambiais, que serviriam de lastro e âncora cambial. A renegociação das dívidas, por sua vez, deveria transformar o perfil das dívidas, de curto para longo prazo. Este contou, também, com um amplo canal de acordos e negociações políticas e informais com os principais grupos nacionais, e arquitetou um programa “sem choque, sem surpresa, sem confisco e sem congelamento⁵⁸” (Bacha, 1995). A política cambial, por sua vez, reforçava ainda mais a necessidade de fluxos de capitais externos, gerando um círculo vicioso. Assim, não se estabelecera apenas uma estratégia de estabilização, pois esta continha elementos de uma certa visão de desenvolvimento. Já no final do segundo semestre de 1994, observava-se uma

⁵⁷Vale ressaltar que os capitais que procuravam os mercados brasileiros eram altamente especulativos, interessados apenas no alto rendimento em um curto período de tempo. Sendo assim, eram extremamente voláteis e não permaneciam no país, fugindo a cada choque ou crise.

⁵⁸Essa expressão está relacionada às medidas que foram utilizadas nos planos de estabilização anteriores ao Plano Real, que era composto pelas práticas citadas.

expressiva queda da inflação, que também contribuiu para o aumento do investimento direto estrangeiro e queda da pobreza⁵⁹.

No tocante ao setor empresarial, este estava inserido em um quadro de abertura econômica, câmbio excessivamente valorizado e política de juros altos, o que trouxe um conjunto de tensões e intensificou o processo, em curso, de reestruturação do seu parque industrial - um importante ajuste. Este cenário desencadeou o fim da operacionalização dos mecanismos de elevação defensiva de *mark-up* decorrentes do risco de desvalorização patrimonial sob alta inflação, e materializou-se em uma trajetória declinantes dos índices médios de *mark-up* de praticamente todos os segmentos industriais expostos à concorrência externa a partir de agosto de 1994, de acordo com Pereira (2000).

A junção desses fatores levou ao acirramento da concorrência e à exposição das "mazelas" do segmento. Para a indústria brasileira, a entrada dos produtos estrangeiros foi "benéfica", uma vez que, por um lado, ela estava defasada, com ampla heterogeneidade produtiva e tecnológica. Ademais, após o fim do processo inflacionário, muitas empresas viram-se obrigadas a efetuar profundas reformas, já que o cenário de elevação constante de preços podia mascarar qualquer ineficiência operacional existente.

Por outro lado, o câmbio apreciado⁶⁰, levou a perda de parte do mercado internacional, ao tornar os produtos brasileiros mais caros no exterior, e às perdas de mercado interno, porque agora os concorrentes internacionais conseguiam colocar seus produtos no mercado brasileiro em condições bastante vantajosas. Isso em um contexto em que não havia qualquer tipo de imposto ou restrição às importações, com as empresas sofrendo com o "*dumping*" das empresas internacionais. Adicionado a isso, ocorria uma intensa disciplina fiscal e uma política de juros altos, desanimando ainda mais as projeções e perspectivas do setor, que restringia os gastos em investimento. A

⁵⁹Devido à extinção do imposto inflacionário. Segundo o estudo da CEPAL, a porcentagem das famílias com renda abaixo da linha de pobreza caiu de 41% em 1990 para 37% em 1993 e 29% em 1996. A queda na porcentagem das famílias com renda abaixo da linha de indigência também foi expressiva. Em termos absolutos, o número de pobres no Brasil foi reduzido em cerca de 3 milhões entre 1990 e 1993 e em pouco mais de 10 milhões entre 1993 e 1996. Para mais informações, olhar Arbache, J. (2003) Pobreza e mercados no Brasil. CEPAL, Brasília.

⁶⁰Vale destacar que ao mesmo tempo em que se aumentava a competição para as empresas que atuavam no mercado interno e se reforçavam as dificuldades para repassar seus custos aos preços, também se estabeleciam melhores condições para a importação de máquinas e equipamentos para o processo de reestruturação do parque industrial brasileiro, fator importante na ampliação de competitividade dessas empresas, de acordo com Grasel (2005).

redução da demanda implicou uma redução direta de faturamento nas empresas, e a redução de faturamento aumentou a capacidade ociosa. As empresas, por consequência, perderam ganhos de escala de produção. Em relação aos custos⁶¹ de financiamento, estes aumentaram e havia poucos incentivos para o investimento, devido à alta taxa de juros. A estabilização do nível de preços não representou alterações significativas no custo real da dívida das empresas.

Como resultado desse processo, se observou um esforço exportador e concentrador em segmentos localizados e menos dinâmicos, que apresentavam uma menor intensidade de capital e, conseqüentemente, menor elasticidades-renda: -setor de bens de consumo duráveis e não-duráveis, por exemplo. Isso levou a uma fragilidade dos encadeamentos produtivos tecnológicos, e à queda da produção de bens de capital, e restringiu o poder multiplicador e indutor da indústria. Também aprofundou o encolhimento de setores, permitiu o desaparecimento de arranjos produtivos, incentivou a especialização regressiva, levou à privatização das empresas públicas, à falência de empresas nacionais e aprofundou a desnacionalização da economia.

Quanto ao mercado de capitais brasileiro, ao longo da década de 1990, sabe-se que este apresentava um importante custo de oportunidade para os investidores e uma extrema concentração dos negócios (de bolsa e de balcão), que limitava a sua atuação e utilização. O mercado de capitais, no caso brasileiro, era bastante ineficiente, e as empresas não o reconheciam como fonte significativa de financiamento. No país, ele foi regulamentado em 1965 e, naquele momento, só atraiu empresas de porte pequeno, que tinham a perspectiva de usufruir dos benefícios fiscais e financeiros concedidos pelo governo nas décadas de 1960 e 1970. Vieira e Côrrea (2002) apontam que os principais pontos do mercado acionário brasileiro, até meados dos anos 1990, poderiam ser organizados da seguinte maneira: (i) grande concentração da propriedade e controle das empresas, (ii) pouca negociabilidade desses controles e das próprias ações em bolsa, (iii) balanços contábeis e financeiros pouco transparentes e uma (iv) fraca legislação de proteção

⁶¹Neste contexto, as pequenas empresas foram as que mais sofreram porque não tinham bases nem recursos suficientes e disponíveis para se refinanciar, e não podiam lançar títulos da sua própria dívida no mercado de capitais. Também se ressalta que esse fator era um diferencial para as empresas estrangeiras, pois em suas matrizes gozavam de recursos financeiros, tecnológicos e gerenciais.

aos acionistas minoritários, que inviabiliza a participação ativa da grande maioria dos acionistas nas decisões que definem a direção futura das empresas em que detêm ações⁶².

Essa tendência só foi em parte revertida a partir: i) do controle da inflação, ii) da difusão da securitização, iii) de outras motivações para oferta de novos títulos e iv) da abertura da conta financeira nacional. Estes fatores influenciaram positivamente o lançamento de dívidas diretas, mesmo que ainda com valores muito pequenos. O número de empresas com capital aberto era de 1084, em 1980, caiu para 829 em dezembro de 1993, e elevou-se para 1047 em junho de 1998. Também como reflexo da estabilização identifica-se uma trajetória de aumento nos prazos das debêntures emitidas, abrindo-se perspectiva para mais uma fonte de recursos de médio e longo prazos para as empresas nacionais.

Vale apontar que o valor de mercado do conjunto das empresas com ações listadas nas bolsas brasileiras passou de US\$ 76 bilhões, em junho de 1994, para US\$ 316,6 bilhões em junho de 1997. Verificou-se, ainda um aumento no valor médio diário das transações das bolsas de valores, de US\$ 161 milhões em 1993, para US\$ 825 milhões no primeiro semestre de 1997, conforme apontam os dados da CVM.

Em consequência dessa tendência e articulado a esse movimento, observa-se o início do debate sobre governança corporativa no Brasil. A discussão da governança envolve um conjunto de medidas contábeis, organizacionais, administrativas e estratégicas que incentivem uma maior conexão entre mercado e empresa. Os autores apontam para transparências nas decisões e no estabelecimento de direitos e deveres dos vários acionistas, na dinâmica e organização dos poderes (Silva, 2006; IBGC, 2009; BM&FBOVESPA, 2011). Isso não necessariamente implica a constituição de uma sociedade anônima - SA-, mas uma mudança na gestão empresarial para melhor se adequar à globalização e à ascensão das finanças na dinâmica global. Porém, SA's têm, em geral, uma melhor via de capitalização e com acesso a financiamentos menos onerosos.

As críticas feitas ao modelo de gestão nacional relacionam-se à divulgações de informações financeiras, que estariam fora dos padrões internacionais e às poucas informações sobre a

⁶²Em relação ao assunto, Assaf Neto (2013) nota que para agilizar o processo de privatização e privilegiar a venda para blocos estratégicos em detrimento da venda pulverizada se promoveu a retirada dos acionistas minoritários. Essa postura contribuiu para um afastamento ainda maior desses agentes.

remuneração dos executivos e conselheiros, segundo Silveira (2010) e Black *et al* (2008). Esses autores enfatizam que a falta de definições claras e objetivas das atribuições dentro dos conselhos e diretorias, a inexistência de planos de sucessão e avaliações ineficientes refletem-se em um ambiente inadequado para a difusão e práticas das estratégias de governança, e para a subavaliação dos títulos corporativos. Isso porque haveria uma frágil proteção legal aos investidores e práticas de governança deficientes das empresas. Logo, apontam que seria necessário tornar o ambiente mais atraente para os investidores e aprofundar as relações entre os mercados de capitais e as empresas. Uma alternativa proposta foi um melhor acesso a mecanismos de recompensas para corporações com melhores práticas.

2.2- O comportamento das empresas brasileiras entre 2003 e 2008

A partir dos anos 2003-2004, inaugurou-se um novo ciclo conjuntural virtuoso na economia brasileira. Amplamente influenciado pelo forte crescimento da economia chinesa, abundante liquidez e otimismo no cenário mundial e por um conjunto de fatores internos, o período 2003- 2008 marcou um maior nível de atividade da economia doméstica, com um crescimento médio de 3,93% ao ano, e melhora expressiva nos indicadores sociais, só interrompidos pelos efeitos da crise *subprime*. Ao longo da conjuntura de expansão, as perspectivas e performances dos agentes nacionais se diferenciaram, aproveitando um leque mais amplo de oportunidades que se abriu.

Na segunda metade da década de 2000, em especial a partir de 2007, ocorreu um aumento do investimento em infraestrutura, com programas como o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento); articulação pró - crescimento do Ministério da Fazenda, BNDES e Secretaria de Assuntos Estratégico; incentivos ao consumo das famílias com política de valorização gradual do salário mínimo, maior concessão de crédito e isenção fiscal para bens de consumo duráveis.

Nesse cenário, ressalta-se a importância do crescimento da demanda interna para puxar a economia nacional. Ela foi resultado dos incentivos concedidos ao consumo das famílias, tais como as políticas de redistribuição e ampliação de renda e melhores condições para o acesso às linhas de crédito, sendo essas importantes para dar dinamismo à renda doméstica e ao

investimento privado. Estas medidas, associadas a um panorama de alta liquidez externa até 2007 e aumento expressivos nos preços das *commodities* levaram a importantes resultados para o país, como: crescimento da renda e do investimento; queda da desigualdade social e da pobreza; melhorias no mercado de trabalho, diminuição do quadro de vulnerabilidade externa, acréscimo das reservas internacionais e diminuição recorrente da taxa de juros, a partir de 2005. Também refletiram-se em uma maior disponibilidade de financiamento externo, expansão dos fluxos de comércio e melhora nos termos de troca.

Neste contexto, o país enfrentou a crise de 2007/2008 de uma forma particular e relativamente menos difícil, comparando-se com o contexto experimentado nas décadas anteriores. A tabela a seguir apresenta um conjunto de indicadores do período. Primeiramente, se destaca a evolução das reservas internacionais, saindo de R\$ 39. 594 milhões de reais em 2002, para R\$ 206. 806 milhões, em 2008. Outra dado importante foi a queda da taxa Selic no período: em 2002, ela estava no patamar de 24,9% ao ano e em 2007 encontrava-se em 11,18% a.a.

Tabela 2.1- Variáveis macroeconômicas brasileiras entre 2003-2008

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Crescimento do PIB | 2,7% | 1,1% | 5,7% | 2,9% | 3,7% | 5,4% | 5,2% |
| Taxa de câmbio (R\$/US\$) | 2,93 | 3,07 | 2,93 | 2,43 | 2,18 | 1,95 | 1,71 |
| IPCA | 12,5% | 9,0% | 7,4% | 5,6% | 3,1% | 4,5% | 6,0% |
| SELIC (média do ano) | 24,90% | 16,33% | 17,74% | 18,05% | 13,18% | 11,18% | 13,66% |
| Taxa de investimento nominal (Em % do PIB) | 16,42% | 15,03% | 16% | 16,07% | 16,55% | 17,31% | 18,71% |
| Reservas Internacionais (Valores do final do ano, em milhões de reais) | 39.594 | 49.296 | 52.935 | 53.799 | 85.839 | 180.334 | 206.806 |
| Dívida líquida do setor público (em % do PIB) | 60,38% | 54,83% | 50,61% | 48,44% | 47,27% | 45,53% | 38,53% |

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central

A melhora na situação macroeconômica teve repercussões importantes nas expectativas dos agentes. As empresas brasileiras aproveitaram a melhoria no cenário interno e externo para aprimorar seus parques industriais, modelos de gestão, estratégias concorrenciais e estruturas patrimoniais. Intensificaram os investimentos em participação e aquisição de outras corporações, direcionaram seus esforços rumo ao crescimento das operações, à diversificação e sofisticação das aplicações financeiras e à internacionalização das plantas produtivas. Também aproveitaram a maior disponibilidade de financiamento e acessaram mais intensamente novos canais, como o mercado de capitais.

Destarte, o ciclo conjuntural benéfico influenciou e levou a uma readequação das unidades produtivas, conforme destaca Almeida *et al* (2013). Esse movimento se aprofundou em 2007⁶³, com um aumento dos níveis de investimento, a construção de novas plantas industriais e projeções para ampliação da capacidade produtiva.

Observou-se também, a partir de 2004, um movimento de internacionalização das corporações nacionais, inicialmente puxado pelo aumento das exportações de *commodities* agrícolas e minerais. Grandes empresas brasileiras ampliaram seus investimentos no exterior, tanto por meio de fusões e aquisições quanto com novas operações, algumas se tornando líderes globais em seus setores de atuação. Os segmentos que se destacaram foram os ligados às especializações produtivas domésticas, recursos naturais e serviços de empresas de médio porte, e destinaram-se, principalmente, para os países da América Latina e Estados Unidos, em especial a Argentina e Chile, contribuindo para uma melhor inserção regional⁶⁴. As empresas, além da estabilidade macroeconômica, foram influenciadas positivamente pela apreciação do real, melhora na rentabilidade, possibilidade de entrar em novos mercados e melhoras nas condições de financiamento, com linhas de crédito específicas e incentivos fornecidos pelo BNDES. Segundo Hiratuka e Sarti (2011), esse ciclo foi importante para reduzir a dimensão "defensiva", compensar

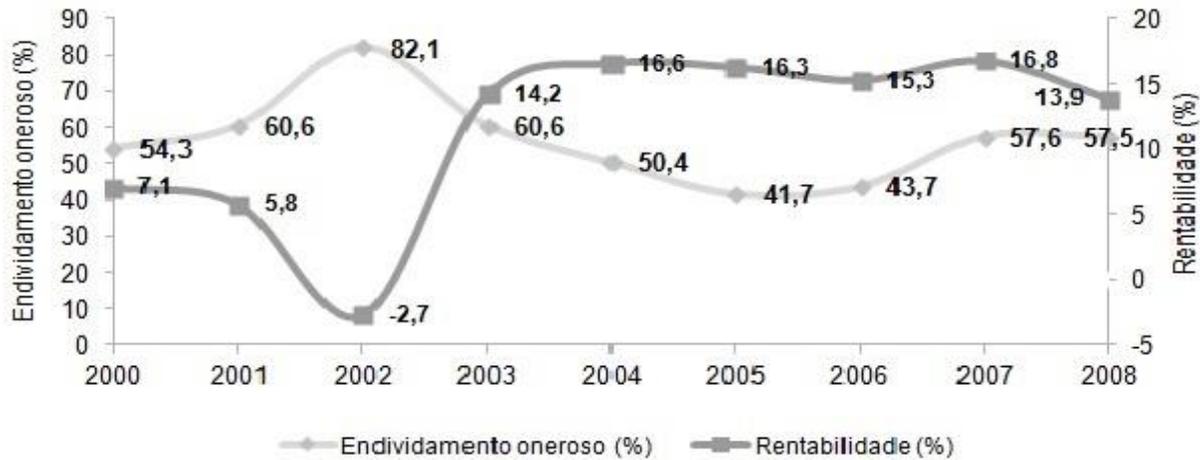
⁶³Segundo dados disponibilizados pelo site do IEDI, em 2007, 70% dos investimentos feitos no Brasil foram para construção de novas plantas e o número de fusões e aquisições no país dobrou de 2004 a 2007.

⁶⁴Ainda sobre esse tema, de acordo com o relatório elaborado pela Fundação Dom Cabral (FDC) e pelo Columbia Program on International Investment (CPII) em 2007: apesar da concentração geográfica do IDE brasileiro, um número crescente de empresas, incluindo várias pequenas e médias, estão se tornando multinacionais.

a retração do mercado doméstico com maior inserção externa e ampliar a adoção de estratégias mais ativas de exploração e valorização das capacitações produtivas, comerciais e/ou financeiras.

Quanto à rentabilidade das empresas nacionais, ela cresceu fortemente a partir de 2002. Segundo Hiratuka e Sarti (2011) a rentabilidade saiu de 2,7%, em 2002, para 13,9% em 2008, com um pico de 16,8% em 2007. Conforme pode-se observar no gráfico abaixo, essa tendência não foi acompanhada por um aumento do endividamento ou fragilização dos passivos das empresas. Ocorreu, de fato, uma queda do endividamento, com uma melhora na situação das reservas financeiras e no capital de giro. Vale lembrar a tradição de baixa alavancagem das empresas nacionais, se comparado às internacionais.

Gráfico 2.1- Endividamento⁶⁵ x Rentabilidade das empresas nacionais



Fonte: Hiratuka, Sarti(2011)

Em relação às estratégias de financiamento das corporações nacionais no período, as empresas domésticas optaram, em primeiro lugar, pela geração interna de recursos, seguido pela obtenção de recursos de bancos públicos, em especial.

Já em relação ao mercado acionário brasileiro, dado o ciclo de crescimento a partir de 2003, as mudanças regulatórias e o certo aperfeiçoamento da infraestrutura do setor, o segmento contemplou um expressivo aumento das emissões. Porém, pode-se observar no gráfico 2.3 que esse mercado ainda é bastante incipiente e o país tem uma estrutura de financiamento baseada no crédito, de acordo com Almeida *et al* (2013).

Sob outra perspectiva, a ampliação do mercado de capitais doméstico apresentou características particulares, que apontam para a conformação de um sistema pouco funcional e com riscos para a sua continuidade. Dentre as singularidades desse movimento, citam-se: i)

⁶⁵O indicador Endividamento Oneroso mede o percentual de comprometimento do capital próprio da empresa em relação à sua dívida financeira (empréstimos, debêntures, desconto de duplicatas, etc). Em geral, quanto menor melhor.

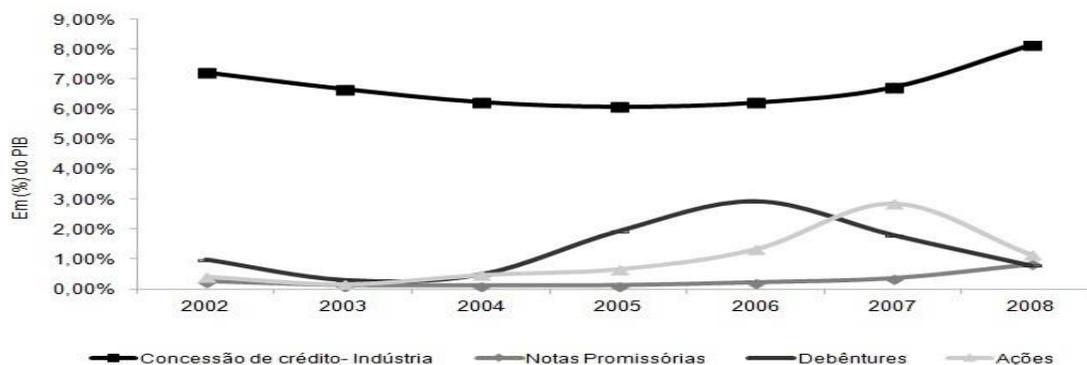
segmento altamente seletivo, ii) forte concentração das emissões, iii) intensa e preponderante participação dos investidores estrangeiros, iv) baixo grau de desenvolvimento, v) tímido comportamento do mercado secundário e vi) pequeno estoque de papéis efetivamente no mercado, segundo Oliveira (2010). O autor ainda destaca que apenas parte dos recursos captados pelas debêntures foi destinada à realização de investimento e para o *funding* das empresas, sendo que a maior parcela se dirigiu para capital de giro⁶⁶. Com base em informações disponibilizadas pela CVM, entre 2004 e 2008, 26,4% dos recursos captados com as ofertas públicas primárias de ações se destinaram à aquisição de participação acionária, 36% para investimentos, 10,4% para reestruturação dos passivos e 12,1% para capital de giro.

O gráfico 2.2 apresenta as principais fontes de financiamento⁶⁷ das empresas nacionais no período em análise. Os indicadores apontam que o crédito bancário continuou sendo muito superior aos recursos obtidos no mercado de capitais. Contudo, pode-se observar um aumento das emissões, notas promissórias e debêntures a partir de 2004.

⁶⁶Freitas (2008) ressalta que esse extraordinário aumento na emissão de debêntures (332% em relação a 2004) deve, contudo, ser interpretado com cautela, e não como sinal inequívoco de pujança do mercado de capitais. Quase dois terços dessas emissões foram realizadas pelas empresas de *leasing* que pertencem aos grandes conglomerados financeiros. Para escapar do recolhimento de depósitos compulsórios e contribuições para o fundo garantidor de crédito (FGC), que incidem sobre os recursos captados via certificado de depósito bancário (CDB), os bancos utilizam suas empresas de *leasing* para captar recursos via emissão de debêntures (Cintra, 2006; Sant'Anna, 2007). Por essa razão, diversos analistas consideram que essas debêntures emitidas pelas empresas de *leasing* não constituem operação típica de mercado de capital, sendo na realidade uma captação bancária disfarçada (Santos, 2007; Lopes, 2007).

⁶⁷De acordo com IBMEC (2009), ocorreu uma intensa mudança na composição do financiamento, entre 2000 e 2008, o saldo de operações no mercado doméstico se elevou em mais de 75% (de 19,8% para 35,2% do PIB), para uma queda de quase 70% do coeficiente de operações no mercado internacional (de 14,8% para 4,6% do PIB). Adicionado a isso, existiu uma redução do grau de exposição a moeda estrangeira das empresas nacionais: computadas também as operações em recursos externos feitas no mercado doméstico, a participação total de saldo indexados a moeda estrangeira cai de 53,9% do exigível financeiro para apenas 19,4% em 2008.

Gráfico 2.2- Crédito x Financiamento no Brasil- entre 2002 e 2008



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários

Quanto às operações financeiras no período, uma pesquisa elaborada por Sousa Neto (2006)⁶⁸ apurou que dentre o grupo das 500 maiores empresas do Brasil, o objetivo estratégico mais importante das corporações é o de aumentar a margem de lucratividade desses instrumentos. Essas conclusões corroboram a ideia de maximização de retornos financeiros no curto-prazo.

Com respeito à gestão corporativa, Gorga (2008) aponta uma tendência a mudanças nas estrutura de concentração das propriedades brasileiras, rumo a uma estrutura de propriedade mais dispersa. Para atrair novos investidores, ampliar a capitalização e atender aos interesses dos acionistas, as empresas nacionais estariam, cada vez mais, adequando seus modelos de gestão, de práticas de governança corporativa e de divulgação contábil aos moldes internacionais. Isso contribuiu para a ampliação, consolidação e fortalecimento do mercado de ações nacional.

De fato, com a expansão dos mercados de capitais brasileiros, o número de empresas listadas e IPO's (Ofertas Públicas Iniciais de Ação) na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)

⁶⁸ A pesquisa apresentada por Souza Neto (2006) aponta ainda que para haver aumento de competitividade dentro do cenário, é preciso haver progresso em dois aspectos: melhor estratégia e maior produtividade. A busca por melhores estratégias no atual panorama, marcado por grande competição, é de fundamental importância. A capacidade da empresa de se posicionar em ambientes em constante mudança, de buscar os recursos adequados, de se reinventar, de inovar para garantir lucros diferenciais é condição *sine qua non* para sua permanência no mercado. O desenho estratégico, a capacidade da empresa de trabalhar com esse conceito e de se estruturar para aprender ao longo do processo podem ser entendidos como elementos centrais para o alcance da competitividade. As conclusões desta pesquisa mostram que as práticas financeiras nas empresas brasileiras estão aquém das modernas concepções estratégicas de trabalhar em redes.

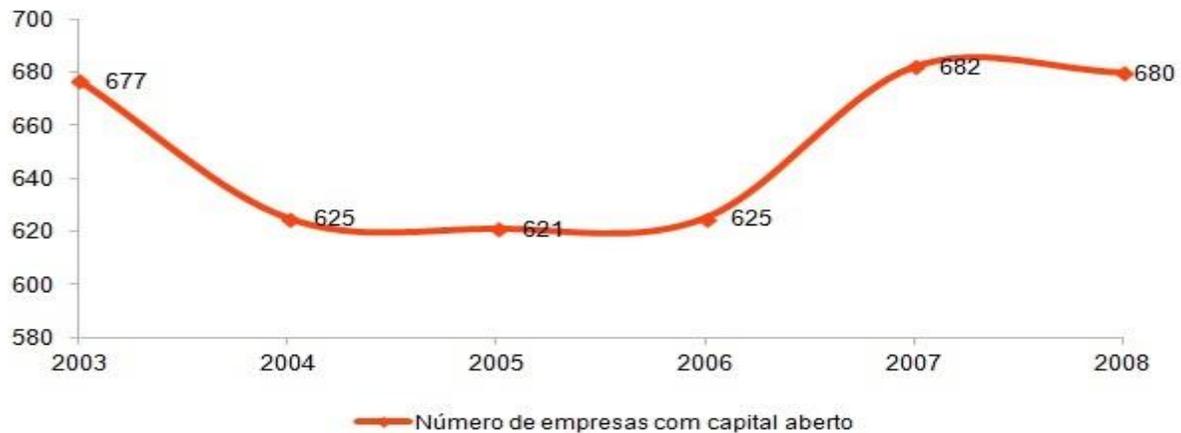
aumentou. Segundo dados da Bovespa, 2007 foi o ano recorde de emissões primárias de ações, com registro de 64 IPO's e 12 *Follow-On*, com uma capitalização total de R\$ 65,5 bilhões. Já o Índice Bovespa, o principal indicador do comportamento do mercado de ações brasileiro, bateu seu recorde histórico, sendo que em maio de 2008 atingiu seu máximo - registrou 73.516 pontos.

Esses episódios estimularam uma reestruturação patrimonial das organizações domésticas, com a ascensão dos investidores institucionais, que passaram a ocupar posições relevantes em blocos de controle de inúmeras empresas brasileiras, e movimentando recursos financeiros significativos⁶⁹, conforme Gorga (2008). Esse comportamento se assemelha ao ocorrido nos países centrais e indica uma relevante ascensão dos grandes grupos financeiros na reorganização dos setores, que assumiram uma importante posição de financiamento e intervenção no comando e na tomada de decisão das corporações nacionais. Esta tendência importante, que está em curso e ganhando evidência, vem trazendo mudanças nas estratégias, nos processos de tomada de decisão, nas práticas de governança corporativa, nas diretrizes de gestão e nas estruturas patrimoniais das companhias.

O gráfico abaixo descreve o comportamento da abertura de capital das corporações nacionais, no período entre 2003 e 2008. Pode-se constatar que o ambiente de estabilidade macroeconômica e expressiva valorização do IBOVESPA influenciou positivamente esse movimento. O número de empresas com capital aberto apresentou um declínio até 2005, com um total de 621 corporações neste ano, mas já em 2006 essa trajetória mudou. Em 2008 o número de empresas abertas era de 680.

⁶⁹Para ilustrar essa tendência, segundo a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), no Brasil, em 2012, os ativos dos fundos de pensão brasileiros representavam 15,2% do PIB. Segundo a mesma associação a renda variável fechou o ano de 2012 com uma alocação de 28,6% dos recursos da carteira consolidada dessas entidades, apresentando uma rentabilidade média de 7,88%.

Gráfico 2.3- Número de empresas brasileiras com o capital aberto entre 2003-2008



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM

À guisa de conclusão, destaca-se que esse período trouxe muitos desafios para as corporações nacionais. Vale dizer, com a forte apreciação do real, os setores ligados aos bens tradeables incorreram em perdas, ora porque o dólar mais barato enfraqueceu as receitas das exportadoras, ora porque ampliou a concorrência das importações no mercado interno. Por outro lado, a entrada da China no mercado interno aprofundou os entraves e problemas relacionados à competitividade e à geração de tecnologia nas empresas domésticas.

2.2.2 - As vias de contágio da crise subprime no Brasil: o comportamento do câmbio no período

A crise financeira iniciada com a elevação da inadimplência e a desvalorização dos imóveis e dos ativos relacionados às hipotecas de alto risco (*subprime*) assumiu dimensões sistêmicas no segundo semestre de 2008, após a falência do Lehman Brothers. De acordo com Cintra e Prates (2011), esta crise apresentou características peculiares: a sua origem está no centro do maior sistema econômico mundial e os principais países impactados foram os desenvolvidos. As nações ditas emergentes, que eram tradicionalmente as mais afetadas pelos ciclos recessivos, dessa vez, em um primeiro momento, pareciam imunes. Porém, devido às múltiplas relações de

interdependência entre esses dois grupos de países (desenvolvidos e subdesenvolvidos), estes acabaram atingidos por esse ciclo vicioso.

O Brasil é uma importante ilustração do caso acima. O alastramento da incerteza e desconfiança dos agentes no último trimestre de 2008 interrompeu o ciclo de expansão que ocorria desde 2003. Entre os mecanismos de transmissão citam-se a piora no comércio internacional, a forte fuga para a qualidade dos capitais especulativos e dos investidores globais, o aumento das remessas de lucro das transnacionais para as suas matrizes, o empocamento do crédito no mercado interbancários, a retração das linhas de crédito internacionais, a perda do dinamismo no mercado de capitais, a diminuição dos investimentos diretos estrangeiros e a queda do preço das *commodities*, entre outros. Porém, considera-se o canal do câmbio um dos mais importantes mecanismos de transmissão.

No que toca ao mercado cambial brasileiro, este é um segmento singular. Por um lado, apresenta características próprias, como a existência de uma classe específica de ativos, que possuem volatilidade exacerbada e prêmios de liquidez hierarquizados. Por outro lado, há um processo peculiar de formação dos preços desses ativos, conforme apontam Andrade e Prates (2012). Além disso, nesses mercados o ativo transacionado é a taxa de câmbio, futura e corrente, sendo suas variações reflexos das posições especulativas dos agentes, subordinados à busca de ganhos de capital no curto prazo pelos.

Nesse sentido, o comportamento das taxas de câmbio dos países periféricos é bastante complexo e envolve nuances. Devido a sua baixa conversibilidade, menor prêmio de liquidez e altos riscos cambiais, as economias subdesenvolvidas se veem em situações em que precisam buscar incentivos para atrair os investidores e capitais internacionais. Por conseguinte, apresentam grandes diferenciais na rentabilidade, dependem dos capitais de curto prazo e se tornam subordinada aos interesses e conjunturas globais, exógenas a esses países:

A assimetria monetária refere-se, mais precisamente, à dimensão hierárquica do sistema monetário internacional. Nesse sistema, as divisas se posicionam de forma hierárquica, de acordo com seu grau de conversibilidade, no que diz respeito à sua capacidade de desempenhar em âmbito internacional as três funções da moeda (...) O dólar, a divisa-chave, situa-se no topo da hierarquia, uma vez que tem o maior grau de conversibilidade (possui o prêmio de liquidez máximo em escala

mundial).(...) No espectro oposto, estão as moedas emitidas pelos países emergentes, que são as **divisas inconversíveis**, visto que são incapazes de desempenhar, mesmo de forma secundária ou marginal, essas funções. Essas moedas (enquanto ativos) são precificadas com um prêmio de liquidez mais baixo, embora possam ser demandadas tendo em vista as expectativas de deslocamentos no valor do atributo de valorização do ativo (ANDRADE, PRATES, 2012, p.19, *grifo do autor*).

No país, apenas os bancos e sociedades corretoras podem operar no mercado primário cambial e não existem limites para as suas posições vendidas e compradas. Isto é, eles são os intermediários na contratação do câmbio, *market makers*, garantem liquidez ao mercado e atuam na absorção ou provisão de divisas. Rossi (2012) sugere que os bancos assumem certos papéis no mercado de câmbio: por um lado, eles assumem uma posição passiva de atender à demanda e oferta de divisas estrangeiras no mercado primário, tendo sua posição de câmbio agregada alterada pela decisão dos clientes. Por outro, eles têm um papel fundamental na determinação da taxa de câmbio, uma vez que precificam a moeda de acordo com sua estratégia referente à sua posição de câmbio. Ou seja, o ajuste de preço (leia-se da taxa de câmbio) é um instrumento dos bancos para tentar dissuadir (incentivar) clientes e outros bancos a efetuar uma operação de compra (venda) indesejável (desejável).

É nesse mercado que surge a variável chave para a determinação da taxa de câmbio: o fluxo de ordens. Garcia e Urban (2004) argumentam que a negociação mais relevante para a formação do preço (taxa de câmbio) se dá no mercado interbancário e no mercado de derivativos de taxa de câmbio (1º futuro da Bolsa de Mercadorias e Futuros- BM&F), uma vez que existe certa assimetria de liquidez e prazos entre o mercado de câmbio à vista e futuro, sendo este último mais líquido.

Em relação aos derivativos cambiais negociados, sabe-se que eles podem ser instrumentos de *hedge*. Esses significam, para o seu portador, o "repasso" dos riscos sobre a variação do dólar no período em que o agente fez a captação, sendo um mecanismo que assegura certa proteção, pois o valor do dólar permanece "travado" no dia do vencimento. Bessada *et al* (2004) afirmam que, desta forma, o investidor em uma posição comprada no contrato terá um ganho no *hedge*⁷⁰ caso o preço

⁷⁰Farhi (1999) sintetiza essa questão. As operações de cobertura de riscos (*hedge*) consistem, essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista. [...] tanto o industrial que tem uma dívida em divisas e compra contratos de câmbio no mercado futuro ou adquire opções de compra quanto o investidor que deverá dispor de uma soma em dinheiro num prazo dado e compra contratos de índice de valores estão realizando

do ativo no momento do fechamento da operação seja maior que no momento em que ele comprou o contrato. O investidor com uma posição vendida, por sua vez, terá um ganho caso o preço do ativo no momento do fechamento da operação seja menor do que no momento da venda. Um instrumento alternativo é o NDF, *Non Deliverable Forward*, um contrato a termo que age com a função de *hedge* e atua na liquidação pela diferença entre a taxa contratada e a taxa vigente no dia do vencimento. Tais contratos ainda apresentam a característica de fazer a liquidação das operações em reais. Essa diferença de institucionalidade (se comparada ao âmbito internacional) contribui para atenuar a demanda por moeda estrangeira em momentos de depreciação cambial.

Rossi (2012) sintetiza os três pontos e características principais do mercado de câmbio brasileiro: (1) a liquidez nos derivativos de câmbio é muito superior à do mercado à vista, (2) é característico do mercado de derivativos de câmbio brasileiro *onshore* o predomínio do mercado organizado em relação ao mercado de balcão e (3) o mercado *offshore* de reais é extremamente importante.

No que diz respeito ao comportamento da taxa de câmbio entre 2003-2008, sabe-se que com toda a conjuntura internacional de vasta liquidez, combinada a certa estabilidade e "solidez" das variáveis macroeconômicas internas, e dada as características estruturais da moeda brasileira (de baixa aceitabilidade/conversibilidade internacional e elevada taxa de juros) o Brasil tornou-se um destino importante para as operações especulativas e entrada de capitais de curto prazo. Assim, não só as operações comerciais, mas também as interbancárias foram determinantes para a formação da taxa de câmbio nesse período.

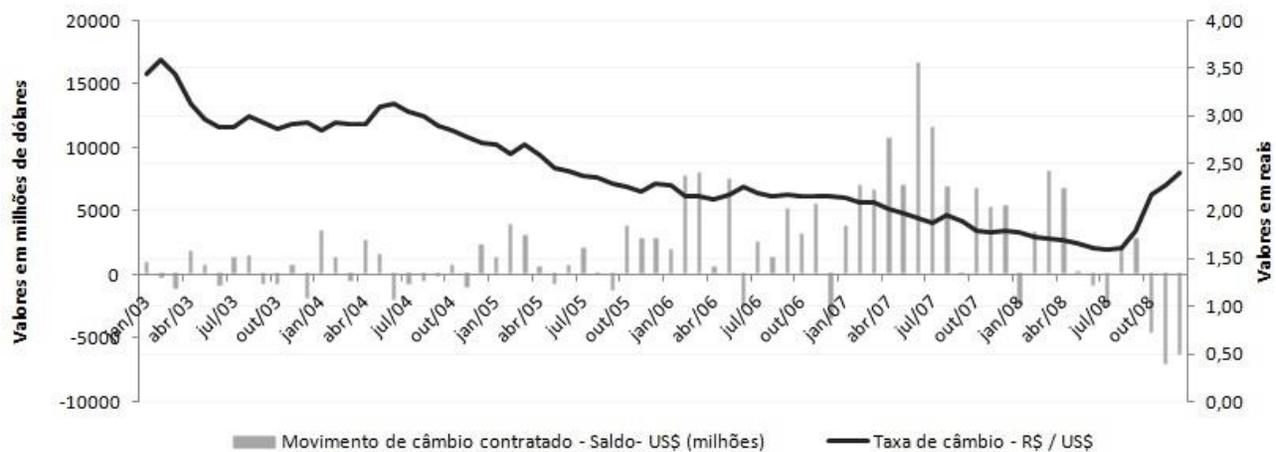
Salienta-se que no período entre 2003 e 2008, a cotação do dólar ficou em um processo contínua de depreciação, saiu de um valor de aproximadamente R\$ 3,70, em dezembro de 2002 e alcançou, em setembro de 2008 o valor de R\$1,57. E mesmo com o câmbio, progressivamente, sobrevalorizado não houve uma situação de vulnerabilidade ou estrangulamento externo. Neste contexto, o país teve, no intervalo, um forte acúmulo de reservas, apresentou aumento das

hedge de compra, embora suas posições no mercado à vista no momento das operações sejam distintas. Por sua vez, a especulação pode ser vista como “as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato”.

exportações⁷¹ e apreciável desempenho na balança comercial. Além disso, o país não apenas teve uma forte apreciação em relação à moeda-chave, o dólar, como também melhorou, comparativamente, sua relação de troca quanto ao euro, em 5,9% no período de 2003-2008.

O gráfico a seguir apresenta o comportamento da taxa de câmbio, que no início de 2003 era R\$3,60, e em meados de 2007, já estava no patamar de R\$ 1,80. Quanto ao saldo do movimento do câmbio, observa-se que desde meados de 2005 começou a ter uma tendência crescente, em torno de US\$ 5 milhões e atingiu, em junho de 2007, o seu auge: US\$16.560, 97 milhões. Em relação ao volume de operações no mercado de câmbio brasileiro, no primeiro semestre de 2003 eram negociados, ao mês, uma média de R\$1.895 milhões, e no último mês de 2008, já eram negociados R\$7.251 milhões, segundo dados do Banco Central.

Gráfico 2.4- Comportamento da taxa de câmbio x Movimento do câmbio contratado no Brasil, de 2003 até 2008



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central

⁷¹Conforme destacado no gráfico, ocorreu no ciclo um aumento das exportações dos bens primários, tanto em relação ao quantum quanto ao seu preço das *commodities*: metálicas e energéticas, em 2003, e alimentícias, em 2006.

Com a eclosão da crise, em setembro de 2008, e a reversão das expectativas internacionais, a taxa de câmbio sofreu grande e abrupta desvalorização. Segundo dados do IEDI (2009), entre 15/09/2008 e 23/10/2008, o Real apresentou uma queda de 3,6%, a maior dentre o grupo dos países emergentes. Entre 15 de setembro e 31 de dezembro de 2008, a queda foi de 27,25%. Considerando as médias de cotações mensais do dólar, entre julho (mês de menor cotação no ano, R\$ 1,57) e dezembro (R\$ 2,34) de 2008, a variação chegou a 49,2%. As razões para isso foram, basicamente: i) a retração dos fluxos de capitais de carteira estrangeiros, que nos quatro últimos meses do ano apresentaram um déficit de US\$ 18.979 milhões; ii) o aumento da remessa de lucros das filiais das empresas e bancos internacionais para suas matrizes, que em 2008 apresentou uma alta de 36% em relação a 2007, somando US\$ 57,3 bilhões; e, por fim, iii) a liquidação de um expressivo volume de contratos NDF no país.

Considerações finais

Neste capítulo buscou-se caracterizar as estratégias das corporações brasileiras e analisar de que forma os períodos de instabilidade e as particularidades de uma economia periférica influenciaram no ambiente geral e na mudança das suas estratégias. O país viveu, de 1980 até 1994, intensa instabilidade macroeconômica, que exacerbou os seus estrangulamentos estruturais e refletiu-se em um comportamento tímido de suas empresas no cenário mundial. As empresas conviveram muitos anos com uma economia fechada, o que, em conjunto com as instabilidades macroeconômicas e a estrutura institucional existente, as tornou passivas na geração de inovação e progresso técnico. Em paralelo, é um segmento marcado por uma estrutura concentrada e familiar e, como traço do seu processo de financeirização, é altamente interligado com a exploração dos ganhos de curto prazo e rendas não-operacionais.

Nas décadas de 1980 e 1990, verificou-se uma postura de adequação e compatibilização, ao contexto de forte instabilidade. As estratégias privilegiavam a preservação dos patrimônios e da riqueza existentes, o que articulava os interesses e a rentabilidade no setor financeiro. A incerteza no ambiente econômico e a alta conveniência de ganhos elevados e seguros nos títulos públicos impactaram para uma estrutura menos alavancada das empresas nacionais.

Já nos anos 2000, após a estabilização monetária e a volta do Brasil ao circuito financeiro internacional, as empresas nacionais tiveram acesso a um leque maior de oportunidades, alterando suas estratégias. Neste contexto, direcionaram-se para um maior acesso a operações e ativos financeiros (que iam além de títulos públicos) e também para uma ampliação dos investimentos, em novas plantas produtivas, inclusive internacionalizando-se. Em relação ao endividamento, elas mantiveram seu perfil de aversão ao risco e permaneceram com um baixo nível de alavancagem. Aparentemente, o setor parecia ter mantido a sua tradicional posição, com a manutenção das suas margens de segurança, e evitado posturas mais especulativas.

No último trimestre de 2008, com a explosão da crise, o ciclo de bonança no cenário global e brasileiro foi interrompido. O país, de um lado, mostrou-se relativamente mais "sólido". Foi impactado, contudo, dentre outros motivos, pela diminuição do comércio internacional, pela fuga dos capitais e investidores de curto prazo, pela empocamento do crédito e pela brusca variação da taxa de câmbio. Esta última teve impactos importantes para a economia nacional.

Tal como apresentado nesse capítulo, o cenário do real, desde 2003, era de apreciação em relação ao dólar. Certas empresas viram, nesse contexto, uma oportunidade de ganho, e passaram a especular com a permanência e/ou aumento do valor da moeda nacional. As companhias, quase duzentas, segundo dados do BNDES (2011), entraram nesse mercado com um alto nível de alavancagem e em operações muito arriscadas. Com a eclosão da crise *subprime* e a abrupta reversão na taxa de câmbio, essas corporações apresentaram grandes perdas de capital e desencaderam-se processos de fusões e/ou falências.

De acordo com o referencial teórico discutido no capítulo 1, Minsky apontava que os agentes capitalistas estão sempre a procura de mais lucros e, nos períodos de bonança, são colocadas as sementes para os desequilíbrios e crises. Vale dizer, nos momentos de crescimento e estabilidade, os agentes, envolvidos pelas expectativas de ampliação da rentabilidade e pouco risco, acabam operando de maneira mais especulativa, comprometendo seus fluxos de caixa e se tornando mais vulneráveis, o que deteriora suas margens de segurança. Ao ocorrer uma reversão ou mudança nas expectativas ou nas condições de refinanciamento, os balanços mais frágeis são afetados e incorrem em perdas. Nessa perspectiva, a experiência das empresas brasileiras pode-se adequar como objeto de estudo da hipótese da instabilidade financeira.

CAPÍTULO III: Hipótese de Instabilidade Financeira no Brasil: o caso da Sadia nos anos 2000

The main reason why our economy behaves in different ways at different times is that financial practices and the structure of financial commitments change. Financing practices result in payment commitments that are embodied in contracts that reflect market conditions and expectations that ruled when they were negotiated and signed. The payment commitments come due and are discharged as the economy moves through time, and the behavior and particularly the stability of the economy change as the relation of payment commitments to the funds available for payments changes and the complexity of financial arrangements involves (MINSKY, 1986, p.219).

Apresentação

Conforme discutido no capítulo 1, Minsky desenvolveu um arcabouço teórico com elementos e hipóteses diferenciados e precursores, que avança a partir de Keynes. Tal perspectiva enfatiza a dinâmica inovadora e cíclica do capitalismo. Sua análise possui um elemento central, a busca incessante dos agentes capitalistas pela manutenção dos seus lucros, numa economia de ativos e passivos. Vale dizer, a procura pela expansão da riqueza individual leva a um acirramento da competição e das inovações, o que, em uma economia de *Wall Street*, incentiva e promove as posturas financeiras mais especulativas e a instabilidade sistêmica.

Dentro desse desenho teórico, enfatizou-se uma das mais importantes contribuições de Hyman Minsky, a sua Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF). Ela está imbricada no conjunto de portfólios interdependentes e manifesta-se nas ligações intertemporais entre os bens de capital e os compromissos financeiros, na (in)compatibilidade entre saída de recursos e fluxo de rendas.

A HIF estabelece uma problemática que envolve uma dimensão adicional em relação à realização de um investimento, isto é, os empresários devem ser preocupar também com seus passivos. O objetivo central dos capitalistas é a acumulação e reprodução de lucros, sendo estes derivados das opções e escolhas de portfólio. As condições de financiamento e o comportamento

dos preços dos ativos, financeiros e de capital, em relação ao preço da produção corrente ao longo do ciclo são, nesta análise, determinantes para a dinâmica econômica.

Este perfil de atuação dos agentes econômicos se manifesta em diversos contextos e institucionalidades. A discussão elaborada no capítulo 2 buscou analisar o caso do setor empresarial brasileiro que, mesmo em circunstâncias bastante complexas, marcadas pela dinâmica particular do capitalismo nacional e pela forte instabilidade monetária, articulou seus interesses e adequou seu portfólio à medida em que se processavam as transformações macroeconômicas.

No período entre 1980 até 2003, verificou-se que os agentes ajustaram-se ao ambiente macroeconômico, com estratégias fundamentadas em decisões que privilegiavam a rentabilidade financeira. A profunda incerteza no ambiente econômico e a opção de ganhos elevados, seguros e líquidos nos títulos públicos levaram à formação de posições financeiras conservadoras e menos alavancadas dos empresários domésticos.

Já a partir de 2003, com a maior estabilidade macroeconômica, as empresas nacionais ampliaram suas operações e os mercados de atuação, ao mesmo tempo em que passaram a utilizar instrumentos financeiros diferenciados. Estas estratégias foram caracterizadas, por exemplo, pelo acesso a um número maior de produtos e ativos financeiros (que iam além de títulos públicos), pela ampliação das plantas produtivas e pelo movimento de internacionalização. Em relação ao endividamento, elas mantiveram seu perfil de aversão ao risco e permaneceram com um baixo nível de alavancagem. Aparentemente, estava mantido o seu tradicional perfil, com a manutenção das suas margens de segurança e o distanciamento de posturas mais especulativas e vulneráveis.

Por outro lado, sabe-se que o cenário, entre 2003-2008, era de apreciação do Real e de otimismo. Certas empresas viram, nesta tendência de apreciação da moeda, uma oportunidade de ganho e passaram a especular quanto à sua permanência. As companhias, quase duzentas segundo dados do BNDES (2011), entraram nesse mercado com um alto nível de alavancagem, em operações muito arriscadas. Com a eclosão da crise *subprime* e a brusca reversão na taxa de câmbio, essas corporações apresentaram grandes perdas de capital, - aproximadamente US\$ 25 bilhões, segundo estimativas do BIS (2009) -, e da capacidade operacional, e desencadearam processos de fusões e/ou falências.

Sendo assim, este capítulo tem a finalidade de retrabalhar a hipótese da instabilidade financeira e as posturas financeiras tipificadas por Minsky, para analisar o contexto das empresas exportadoras brasileiras, em especial o caso da Sadia, no período entre 2003-2008. O objetivo será o de, fazendo as devidas mediações para as singularidades brasileiras, delinear um ciclo de fragilidade financeira e instabilidade sistêmica que podem ser associados à HIF.

Este capítulo será estruturado da seguinte forma: inicialmente, será elaborada uma breve descrição do caso da Sadia, com a análise das suas estratégias, operações e posturas financeiras, no período entre 2003-2008. Analisar-se-á, principalmente, os dados de seus balanços, a fim de apontar a deterioração das margens de segurança a partir de dado momento. Neste íterim, será destacado o biênio, 2007-2008, tendo em vista capturar os movimentos mais relevantes e as transformações ocorridas no seu portfólio, que levaram, em setembro de 2008, à sua iliquidez e insolvência. Em seguida, far-se-ão as ponderações e adaptações dos principais elementos da Hipótese da Instabilidade Financeira para o caso das empresas não-financeiras envolvidas com derivativos cambiais. Por fim, buscar-se-á a articulação da dimensão microeconômica com os movimentos macroeconômicos, em especial o aumento do dólar em meados de 2008, a fim de testar a ocorrência de um episódio, ainda que particular, de HIF no Brasil neste período.

3.1- O caso da Sadia

A SADIA S.A. até meados 2008 era uma gigante brasileira do setor alimentício e uma das maiores empresas alimentícias na América Latina, sendo a líder nacional em alimentos industrializados. Era, ainda, a sexta maior exportadora do país em 2008, conforme apontam Vervloet e Garcia (2010) e SADIA (2009). Era uma empresa familiar que, apesar de ter capital aberto e ações pulverizadas na Bolsa de Nova York⁷², de Madri e na Bovespa, permanecia sob o comando das famílias Fontana e Furlan. Atuava em 140 países e era uma referência mundial, concentrada em quatro segmentos: industrializados, suínos, aves e bovinos. Seu parque fabril era composto por 18 unidades industriais próprias, 4 unidades arrendadas e 16 centros de distribuição

⁷²Salienta-se que 2001, a Sadia lançou ADR na Bolsa de Nova York e, em 2004, na Latibex, Bolsa de Madri.

situados em 14 estados brasileiros, 1 fábrica em Kaliningrado, na Rússia e outra unidade no Oriente Médio.

O período de 2003 até 2008 foi de importantes transformações e expansão dessa empresa, operacionalmente, em âmbito nacional e internacional. Ela apresentou uma sequência de resultados positivos e um ciclo de crescimento no valor do seu patrimônio líquido e no seu lucro líquido, entre 2003 e 2007⁷³. Em 2003, o patrimônio líquido ajustado da empresa, ou seja, o somatório do capital mais reservas que representa o valor do patrimônio líquido da empresa, consignado em seu balanço patrimonial, após considerados os efeitos da inflação, era avaliado em US\$ 210,2 milhões, já em 2007, este valor subiu para aproximadamente US\$ 2,1 bilhões. Em relação ao lucro líquido ajustado, isto é, o resultado líquido após considerados os efeitos da inflação, em 2004, era de US\$ 231,3 milhões, em 2007, já representava US\$345,5 milhões.

A tabela a seguir mostra outras informações desta trajetória expansiva.

Tabela 3.1- Sadia: Principais indicadores consolidados, entre 2003 e 2008, valores em R\$mil⁷⁴

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Receita Operacional Bruta | 5.855.000 | 7.316.546 | 8.327.999 | 7.940.480 | 9.843.953 | 12.192.000 |
| Receita Operacional Líquida | 4.050.033 | 6.307.473 | 7.318.438 | 6.876.701 | 8.623.191 | 10.700.000 |
| Lucro Bruto | 1.316.798 | 1.845.204 | 2.007.376 | 1.691.484 | 2.311.061 | 2.600.000 |
| EBITDA | 698.723 | 842.557 | 895.527 | 658.000 | 1.000.000 | 1.200.000* |

Fonte: Relatório de resultados anuais da Sadia

A tabela acima mostra a evolução e o ciclo operacional virtuoso da Sadia entre 2003-2008. O lucro anual bruto no período cresceu quase 100%, saindo de uma total de R\$1,3 bilhões, em 2003, para R\$ 2,6 bilhões, em 2008. A expansão da receita operacional bruta entre 2003 e 2008 foi

⁷³Vale ressaltar que os valores destes dois indicadores, patrimônio líquido ajustado e lucro líquido ajustado, apresentaram fortes quedas em 2008 devido ao efeito negativo dos derivativos cambiais, - episódio este que será melhor detalhado ao longo deste capítulo-, atingindo os valores de US\$ 314,4 milhões e US\$ 1.932,4 milhões, respectivamente.

⁷⁴É importante ressaltar que em 2008 houve a implementação da lei 11.638 que alterou o cálculo do EBITDA, se tivesse dado continuidade ao molde anterior, o valor do EBITDA em 2008 seria de R\$ 1,4 bilhões.

de aproximadamente 108%. Em relação ao EBITDA, lucro antes de impostos, juros, depreciações e amortizações, este apresentou um crescimento aproximado 71%, com o valor de R\$ 698,723 milhões, em 2003, para R\$1, 2 bilhões, em 2008. É importante destacar que o ano de 2006 foi atípico para a empresa, pois ela sofreu um conjunto de conjunturas adversas. Ao longo do primeiro semestre deste exercício, vários países restringiram o consumo de frangos, devido à gripe aviária, a Rússia suspendeu a importação de suínos do Brasil, os preços internacionais caíram cerca de 30% em relação ao segundo trimestre de 2005, e o câmbio desfavorável comprometeu a rentabilidade. Porém, no segundo semestre deste ano, a empresa focou no mercado interno e conseguiu evitar maiores perdas, conforme aponta Exame⁷⁵ (2007).

Segundo o relatório de atividades da empresa, a Sadia encerrou 2003 com recordes, até então, no faturamento, no volume e na receita de exportação. Apresentou um aumento de 91% no resultado líquido, especialmente com a melhora expressiva no resultado financeiro da empresa de 2002 para 2003, que representou para a empresa um lucro de R\$ 446,8 milhões no ano. Neste ano, a empresa lançou 53 produtos novos no país, número próximo da média de lançamentos dos últimos cinco anos, entre 1998 e 2002. Houve o aprofundamento da estratégia de conquistar mais mercados importadores e as exportações tiveram um crescimento superior à elevação das vendas no mercado interno. Por fim, a marca Sadia foi eleita, pela segunda⁷⁶ vez, a mais valiosa do setor alimentício brasileiro pela Interbrand – consultoria inglesa conhecida pela lista das 75 marcas mais valiosas do mundo.

Já no ano de 2004, a empresa obteve uma receita operacional bruta de R\$ 7,3 bilhões, um aumento de 25% em comparação a 2003. Desse total, 51% foram provenientes do mercado interno e 49% de vendas ao mercado externo. A receita líquida da Sadia em 2004 foi de R\$ 6,4 bilhões, valor 20,5% superior ao apurado em 2003. Uma das importantes conquistas da empresa no ano foi ultrapassar a marca de US\$ 1 bilhão nas exportações. O lucro líquido apurado, de R\$ 438,7 milhões, foi 1,8% inferior ao registrado no ano de 2003 e representou um retorno de 24,7% sobre o patrimônio líquido. A empresa lançou 42 novos produtos, abriu dois centros de distribuição, em

⁷⁵Informação disponível em: <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/segundo-semester-positivo-atenua-perdas-da-sadia-em-2006-m0122019>. Acesso em 25/06/2014.

⁷⁶A primeira vez que a empresa ganhou este prêmio foi em 2001.

Chapecó (SC) e em Ponta Grossa (PR) e, no final deste ano, adquiriu a maior exportadora do setor do Distrito Federal na época, a Só Frango Produtos Alimentícios. Apesar disso, o ano de 2004 foi caracterizado por uma grande volatilidade dos custos e da taxa de câmbio, com a valorização de 8,1% do Real frente ao Dólar, o que frustrou as expectativas da empresa em relação à lucratividade. Contudo, a Sadia aproveitou a lenta, mas consistente, retomada do consumo no mercado interno e as oscilações do mercado mundial de aves, decorrentes da crise sanitária na Ásia. Assim, a receita de exportação aumentou 34,8% e atingiu uma participação de 49% no faturamento total e os volumes exportados cresceram 29,7% na comparação com o ano anterior.

Em 2005, a opção estratégica da Sadia foi direcionada aos esforços na disputa por novos mercados, na otimização do portfólio e na gestão eficiente das matérias-primas e do passivo financeiro. A empresa apresentou, no ano, um lucro líquido de R\$ 657,3 milhões e promoveu um conjunto de investimentos. Segundo o demonstrativo financeiro da empresa, foram investidos R\$ 686 milhões em 2005, que compreenderam a construção de dois abatedouros de aves e outro de suínos. Ao longo do ano, houve o aumento da sua produtividade e o registro de recordes operacionais, até então, que de acordo com os seus diretores financeiros, se aproximavam dos índices mais elevados na indústria global de alimentos. Neste ano, a empresa foi eleita, pela quarta vez, (2001, 2003, 2004 e 2005), a marca mais valiosa do setor de alimentos no Brasil, avaliada em US\$ 189 milhões. Segundo a consultoria avaliadora, a Interbrand, o crescimento da Sadia foi resultado da constante inovação da empresa e da vanguarda em seu segmento.

Já em 2006, a empresa deu continuidade aos ajustes operacionais, ao aumento da capacidade industrial, à melhora no portfólio de produtos e clientes e à otimização da cadeia logística. O investimento total foi de R\$ 850 milhões, dos quais R\$ 400 milhões referentes às unidades de Mato Grosso e o restante a novos projetos em Uberlândia⁷⁷ (MG), Toledo e Ponta Grossa (PR), além de ampliações nas plantas de Santa Catarina, de acordo com SADIA (2007).

Em 2007, envolta em um cenário positivo – quando o volume das exportações do agronegócio brasileiro bateu recorde –, a Sadia fechou o ano com receita bruta de R\$ 9,8 bilhões,

⁷⁷Vale ressaltar que esta unidade é a única com as três linhas de animais (frangos, perus e suínos) e em pouco tempo se tornou a maior planta produtiva da empresa no país.

maior valor registrado em sua história, de acordo com o seu demonstrativo financeiro. O volume de vendas totalizou 2,1 milhões de toneladas, crescimento de 7,5% no mercado interno e de 19,1% nas exportações em relação a 2006, atingindo lucro líquido de R\$ 689 milhões. No final deste ano, a empresa inaugurou sua primeira fábrica fora do país, em Kaliningrado, na Rússia. A estratégia da Sadia com esse investimento ia além da simples aquisição de ativos em território estrangeiro. A empresa queria com isso estabelecer e consolidar sua marca no mercado local russo, conforme Dalla Costa (2009).

No ano de 2008, prosseguiu com a estratégia de internacionalizar ainda mais os negócios e investir em novos mercados, e anunciou a instalação de sua segunda unidade fora do país, no Oriente Médio. A receita operacional bruta da Companhia alcançou R\$ 12,2 bilhões em 2008, aumento de 23,0% em relação à de 2007. Este desempenho esteve alinhado com a expectativa da Administração. Mesmo com o agravamento da crise financeira internacional a partir de setembro, a Sadia obteve, em 2008, a maior receita operacional anual de sua história, segundo SADIA (2009).

3.1.1- A Sadia no biênio 2007-2008

De acordo com o o conselho de administração da empresa, feita ao final do terceiro trimestre de 2008:

A Sadia S.A teve um bom desempenho operacional no terceiro trimestre de 2008. A receita bruta cresceu 28,3% e o volume comercializado aumentou 16,2% em relação ao mesmo período de 2007. Dados os bons resultados do trimestre, a Companhia decidiu manter o *guidance* de margem EBITDA de 11% a 12% para o ano de 2008, com uma receita de R\$ 12,0 bilhões. Nossa projeção para o desempenho de volume em ambos os mercados é de crescimento entre 12% e 14%. O caixa fortalecido, a demanda aquecida nos mercados interno e externo, a estabilidade do preço dos grãos e a entrada em operação de quatro projetos de ampliação e de duas novas unidades sinalizam boas perspectivas para o desempenho da Companhia no final deste ano e início de 2009. Do montante previsto para investimento em 2008, 92% já foi investido. Até dezembro, teremos investido R\$ 1,6 bilhão, o que representa o maior plano de investimento de nossa história (FURLAN, TOMAZONI, 2008).

Conforme detalhado na passagem acima, os resultados operacionais da empresa eram muito positivos e refletiam o momento de crescimento. Estavam sendo executadas construções de novas filiais e projetos de expansão em geral. A tabela a seguir apresenta os principais indicadores financeiros para o período entre 2007 e 2008.

Tabela 3.2- Sadia: principais indicadores consolidados, entre 2007 e 2008, em R\$ mil

| | Jan-Set/2007 | Jan-Set/2008 | Jan-Set 2007 / Jan-Set 2008 | Jul-Set/2007 | Jul-Set/2008 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------|
| Receita Operacional Bruta | 6.925.996 | 8.671.985 | 25,20% | 2.455.138 | 3.150.309 |
| Receita Operacional Líquida | 6.063.005 | 7.663.746 | 26,40% | 2.150.340 | 2.788.471 |
| Lucro Bruto | 1.604.822 | 1.834.695 | 14,30% | 596.694 | 664.340 |
| Lucro Líquido | 393.896 | -442.615 | -212,40% | 188.352 | -777.378 |
| EBITDA | 733.915 | 820.715 | 11,80% | 273.211 | 272.330 |

Fonte: Relatório de resultados da empresa relativo ao terceiro trimestre de 2008

Com base na tabela acima, a receita operacional bruta no terceiro trimestre de 2008 alcançou aproximadamente R\$ 3,2 bilhões, 28,3% maior que a obtida em igual período de 2007. Até setembro de 2008, a empresa apresentava um prejuízo de R\$ 442,6 milhões, já com efeito das perdas com derivativos cambiais. Apenas no 3º trimestre de 2008, o prejuízo líquido da empresa foi de R\$777,3 milhões.

Segundo informações da empresa, em 2007, o incremento no faturamento foi próximo de 25%, saltando de R\$ 8 bilhões no ano anterior para R\$ 9,9 bilhões (SADIA, 2008). Além do incremento na receita bruta, outro fator que contribuiu para a melhora no resultado foi a redução dos custos e das despesas operacionais. Em 2006, os custos representavam 75,4% da receita líquida e em 2007, passavam a representar 72,5%, assim com as despesas operacionais que consumiam 19,6% da margem e passaram a consumir 18%. Entre julho e setembro de 2008, 3,8 mil novos postos de trabalho foram criados por conta de investimentos e projetos implementados, e, desde janeiro, o número de contratações contabilizava 8 mil vagas, com um resultado global de mais de 60.000 funcionários.

De acordo com o relatório da empresa SADIA (2009), a alta dos preços praticados em todos os segmentos em que a companhia atuava, assim como o bom desempenho do volume comercializado de aves no mercado externo e industrializados no mercado interno, foram essenciais aos bons resultados obtidos.

Os bons resultados no âmbito operacional, todavia, não foram suficientes para impedir a prática especulativa. De fato, a hipótese é de que a alimentaram. Isto porque, a fim de aumentar os seus lucros, a Sadia passou a operar com instrumentos financeiros complexos que traziam expectativas de ganhos futuros, mas que foram operacionalizados com uma forte exposição e alavancagem dos seus balanços. Esse traço inovativo, sempre em busca de maiores rendimentos, é inerente aos agentes capitalistas, o que provoca, conseqüentemente, a maior instabilidade e os ciclos de negócios, segundo o referencial teórico minskyano.

Conforme Silva (2013), o volume e os riscos associados às operações com derivativos cambiais não eram conhecidos no mercado e tampouco obedeciam aos próprios parâmetros de gestão adotados formalmente pela empresa. A posição líquida vendida em contratos futuros de dólar da Sadia saltou de R\$ 405,5 milhões, em dezembro de 2007, para R\$ 3,1 bilhões, em junho de 2008. A tabela a seguir detalha o grau de exposição da empresa no final de setembro de 2008 e mostra de que forma estavam alocados os instrumentos financeiros contratados.

Tabela 3.3- Sadia: Exposição cambial⁷⁸ em 30 de setembro de 2008, em US\$ mil e R\$ mil

| Consolidado | | | | |
|---------------------------------------|-----------|-----------|------------|-------------|
| 30/09/2008 | | | | |
| | Notional | | Taxa média | Valor Justo |
| | Original | Exposto | | |
| | US\$ mil | US\$ mil | R\$/US\$ | R\$mil |
| Contratos futuros de dólar | | | | |
| Non Deliverable Forward | 317.500 | 317.500 | 1,96 | -6.549 |
| Target Forward | 2.286.666 | 4.518.333 | 1,77 | -755.478 |
| Venda de opções de compra US\$ | 1.531.667 | 1.531.667 | 1,84 | -144.002 |
| Posição Vendida de US\$ | 4.135.833 | 4.135.833 | 5,57 | -906.029 |
| Non Deliverable Forward | 2.508.333 | 2.508.333 | 1,88 | 111.764 |
| Target Forward | 473.333 | 473.333 | 1,78 | 82.300 |
| Compra de opções de compra US | 1.021.667 | 1.021.667 | 1,81 | 74.770 |
| Posição Comprada de US\$ | 4.003.333 | 4.003.333 | 5,47 | 268.834 |
| Posição Líquida de US\$ | 132.500 | 2.364.167 | | -1.174.863 |

Fonte: Relatório de resultados da empresa relativo ao terceiro trimestre de 2008

De acordo com o relatório de resultados da empresa no terceiro trimestre de 2008, SADIA (2009) , a posição vendida de dólar no final de setembro era de US\$ 4,135 bilhões, concentrada principalmente em produtos financeiros *target forward*. Já a posição comprada em dólar no mesmo período era de US\$ 4 bilhões, porém concentrada em instrumentos em *Non Deliverable Forward*⁷⁹ (NDF). A posição líquida em dólar era de US\$ 2,36 bilhões, centrada principalmente em operações altamente especulativas, *target forward*. Tal fato aponta como a empresa estava altamente alavancada e centrada em operações especulativas sem ter uma salvaguarda ou um instrumento *hedge*.

Com o aprofundamento da crise *subprime* em âmbito internacional e a reversão das expectativas, viu-se uma abrupta saída de capitais do país, que pressionou para uma desvalorização do real frente ao dólar. Esse movimento, tradicionalmente, favoreceria as empresas

⁷⁸Valor Notional ou nocional é o capital de referência (ou montante teórico) de um instrumento derivado. Já o Valor justo é o valor que um ativo pode ser negociado, ou um passivo liquidado, entre partes interessadas, independentes entre si e com conhecimento do negócio, sem fatores que pressionem a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória.

⁷⁹Estas operações serão discutidas na subseção 3.1.2.

exportadoras brasileiras, já que estas possuíam grandes quantias em contratos de exportação a receber. Contudo, não foi essa a trajetória observada.

Em meados de outubro de 2008, a Sadia surpreendeu os mercados, ao anunciar um prejuízo de R\$ 760 milhões como resultado final de operações com instrumentos altamente especulativos. Ela se tornou a primeira empresa brasileira não-financeira a admitir perda ligada diretamente à crise nos mercados financeiros e, especificamente, à especulação com derivativos de câmbio. Posteriormente, outras empresas, tais como Aracruz e Votorantim, também divulgaram notas comunicando suas perdas e admitindo que estavam especulando com esses mesmos instrumentos. Tais declarações deixaram os investidores apreensivos sobre o que mais poderia estar acontecendo nas corporações brasileiras, influenciando negativamente a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Várias empresas, em um movimento posterior, divulgaram comunicados para informar que não possuíam exposições pesadas a instrumentos financeiros⁸⁰ (Estadão, 2008).

O fenômeno em questão deu margem a inúmeras interpretações e análises, a partir de diversas perspectivas, tais como: a questão da gestão e monitoramento de risco, a problemática do uso dos derivativos para aumentar o valor das firmas, qual o papel das auditorias, entre outros. Novaes (2009) apresenta como um dos fatores determinantes para esse fenômeno a ausência de controles internos que limitassem a liberdade de ação dos gestores de tesouraria e permitissem um monitoramento efetivo do grau de alavancagem da empresa no curto prazo. Isso porque os agentes responsáveis pela definição dos parâmetros de risco e política de exposição cambial da companhia eram os mesmos encarregados de auditar internamente os resultados das operações financeiras, o que constituiria um grave conflito na sua estrutura de governança, reduzindo a transparência e aumentando o risco de uma exposição excessiva no curto prazo.

A tabela a seguir apresenta trajetória dos principais indicadores econômicos da Sadia em 2008.

⁸⁰Informação disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,acoes-da-sadia-e-aracruz-desabam-com-aposta-errada-no-cambio,248741>. Acesso em 23/06/2014.

Tabela 3.4- Sadia: Evolução dos indicadores⁸¹ de mercado em 2008

| Consolidado | 01/01/2008 | 01/07/2008 | 30/09/2008 | 31/12/2008 |
|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Meses | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Preço/ Lucro | 9,8 | 9,4 | -34,4 | -1,2 |
| Preço/ Valor Patrim | 2,3 | 2,4 | 2,1 | 7,1 |
| Price Sales Ratio | 0,8 | 0,8 | 0,5 | 0,3 |
| Preço/ EBTIDA | 5,9 | 5,9 | 4 | 2,6 |
| Lucro/ Preço | 10,2 | 10,7 | -2,9 | -84,9 |

Fonte: Economática

Com base na tabela acima, pode-se observar uma importante queda do indicador Preço/Lucro, ou P/L, que, em 1/1/2008, estava em 9,8 e caiu para -34,4, em 30/9/2008. O P/L indica quantas vezes o preço da ação é superior ao lucro por ação da empresa. Este dado também aponta o aumento do risco de investir nessa empresa. Em relação ao indicador Lucro/Preço da empresa, saiu de um valor de 10,7, no início de julho de 2008, para -84,4. Com este indicador pode-se confirmar o grande prejuízo da empresa no ano de 2008, acompanhado de uma forte queda do preço das suas ações negociadas. Já o *Price Sales Ratio*, indicador utilizado para estimar o valor pago pelo mercado sobre as vendas de uma empresa, apresentou alterações marginais ao longo do período, uma vez que as vendas e o lado operacional da empresa se comportavam positivamente. Este foi apenas afetado pela queda no preço das ações da Sadia.

Vale ressaltar que, como reflexo da incerteza no mercado doméstico e dos fortes resultados negativos, a empresa perdeu credibilidade e *status* de referência nacional em governança corporativa. Já em relação ao valor de mercado da Sadia, entre agosto/2008 e fevereiro/2009, este caiu cerca de 77%, enquanto a perda máxima, no mesmo período, do Ibovespa, foi de 49%, segundo dados da CVM.

Diante de um prejuízo de cerca de R\$ 2,6 bilhões no ano de 2008 e de uma forte queda no preço das suas ações (que em apenas três dias, passaram a valer metade de seu valor) buscavam-se alternativas para a empresa. Assim, no final de 2008, ocorreu a tentativa de negociação e fusão com outra gigante do segmento alimentício, a Perdigão.

⁸¹O *Price Sales Ratio* ou PSR é o Índice preço/vendas. Indicador utilizado para estimar o valor pago pelo mercado sobre vendas de uma empresa (múltiplo de vendas).

No tocante ao processo de negociações, sabe-se que a Perdigão incorporou a Sadia por meio de uma troca de ações, e não houve desembolso de dinheiro num primeiro momento. No período seguinte, por um lado, o BNDES entrou como investidor em uma emissão de papéis que ocorreu poucos meses depois da assinatura do contrato para criação da nova companhia. Por outro lado, o banco de desenvolvimento, visando diminuir os efeitos da crise, disponibilizou linhas de crédito e articulou as operações de aquisições. Em maio de 2009, foi anunciada a fusão⁸² entre Sadia e Perdigão, com a criação da Brasil Foods (BRF), na qual a Sadia se transformou em uma subsidiária da Perdigão. Nessa nova empresa, a Sadia detém 32% das ações contra 68% dos fundos de pensão controladores da Perdigão. A dívida inicial da nova empresa era de R\$ 10 bilhões e foi em parte abatida pela emissão de ações no valor de R\$ 4 bilhões, conforme informações disponibilizadas pelo G1⁸³(2009).

A criação da BRF chama a atenção por diversos motivos, uma vez que ela se tornou uma das maiores empresas de alimentos das Américas, a maior empregadora privada do país, (tendo mais de 120 mil funcionários) e promoveu enorme concentração no setor alimentício. Segundo Exame⁸⁴ (2009), a BRF controlava 88% da participação de mercado no Brasil no segmento de massas, 70% de carnes congeladas e 67% de pizzas semi-prontas, no ano de 2009. Por um lado, tais números indicam maior concentração no setor. Por outro lado, a BRF⁸⁵ sintetiza a necessidade da criação de multinacionais brasileiras para elevar a integração e o fortalecimento da economia do país frente à economia mundial.

3.1.2- Operações *Target forward*

⁸²Destaca-se que nos 10 anos anteriores, Sadia e Perdigão ensaiaram três tentativas de fusão. A primeira foi em 1999, a segunda em 2002 e a última em 2006. Para mais informações, Costa, A.; Santos-Souza, E.(2009) Brasil Foods: a fusão entre Perdigão e Sadia. In: **Economia & Tecnologia**. Ano 05, Vol. 17.

⁸³Informação disponível em: http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1507822-9356,00.html e http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MRP1125247-9356,00.html. Acesso em 23/06/2014.

⁸⁴Informação disponível em: <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/impacto-eventual-fusao-sadia-perdigao-469667/>. Acesso em 23/06/2014.

⁸⁵Um aspecto interessante a ser destacado é que é que a família Fontana e Furlan deverá ficar com cerca de 12% das ações da BRF contra 27% dos fundos de pensão, de acordo com EXAME (2009).

A estratégia financeira utilizada pela Sadia e outras empresas exportadoras nacionais foi a utilização de derivativos cambiais complexos conhecida como, *target forward*⁸⁶. Com estes, apostavam na valorização do real frente ao dólar e ficavam duplamente expostas aos riscos de uma posição de dólar efetivamente detida. Essa operação envolvia dois instrumentos específicos, negociados nos mercados a termo e de opções, conhecidos como NDF (*Non Delivery Forward*) e opções de compra (*calls*) de dólar, respectivamente.

O primeiro instrumento, NDF, é caracterizado por uma venda a termo do ativo negociado - no caso, o dólar. Nele, a empresa negocia a venda futura de dólares com os bancos a um valor prefixado. Com esse, as exportadoras esperavam ganhar com o diferencial na cotação da moeda estrangeira.

Lucchesi, Balarin e Valenti (2008) apresentam uma ilustração desse caso: a empresa vende ao banco, no dia 10 de julho, US\$ 10 milhões, com vencimento em data futura, de 30 de agosto, a uma cotação do dólar de R\$ 1,70.

Em seguida, constroem as seguintes possibilidades:

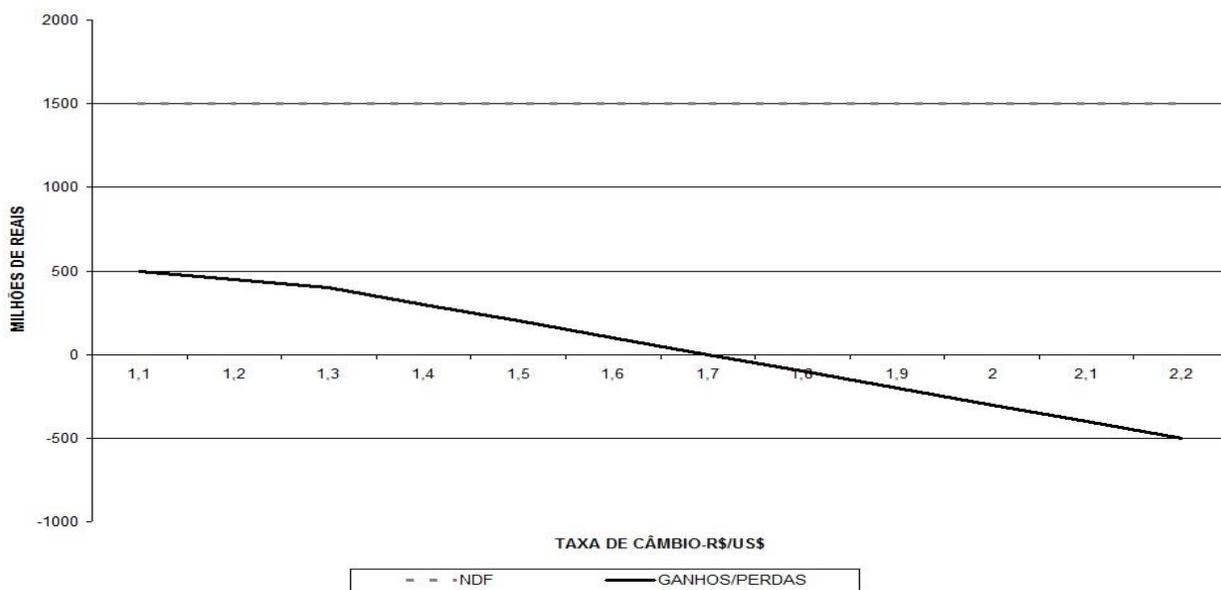
- i) em 30 de agosto, dólar cotado a R\$ 1,50: a empresa receberá do banco (contraparte) R\$ 0,20 por dólar (diferença entre a cotação do dia e a cotação previamente pactuada) da operação, ou seja, R\$ 2 milhões, que representa o ganho financeiro com o NDF embolsado pela empresa, visto que ela vendeu dólar ao banco mais caro do que venderia no mercado à vista.
- ii) em 30 de agosto, dólar cotado a R\$ 1,80: a empresa pagará ao banco (contraparte) R\$ 0,10 por dólar da operação, ou seja, R\$ 1 milhão. Como na data de vencimento a cotação do dólar ficou acima da contratada, a empresa terá obrigatoriamente que vender o montante ao banco a R\$ 1,70, deixando de receber R\$ 1 milhão caso vendesse no mercado à vista.

O gráfico abaixo é uma simulação de um exercício de venda *forward*. Nele, o montante contratado de NDF era de R\$1,5 bilhões. Se a taxa de câmbio fosse inferior a R\$1,70, as empresas

⁸⁶*Target forward* é o nome abreviado desse produto financeiro. Sua real denominação é: *Target Accrual Range Note* (TARN) ou *Target Accrual Range Forward* (TARF), conforme Vervloet e Garcia (2010).

apresentariam ganhos. Se a cotação fosse equivalente a R\$1,70, não haveria ganhos ou perdas para as empresas e bancos. Por fim, caso a taxa de câmbio fosse superior a R\$1,70, haveria perdas moderadas para as empresas e ganhos para os bancos.

Gráfico 3.1- Simulação de resultados da venda de dólar *forward*



Fonte: Teixeira (2010)

Essa operação, de fato, não representaria grandes riscos para as empresas se tivessem a ela acoplado instrumentos de *hedge*. Contudo, as empresas não assumiram posturas conservadoras e nem se protegeram. Pelo contrário, apostaram novamente contra o dólar no mercado de opções.

O segundo movimento foi o de uma nova venda para os bancos, do direito de compra de dólar. A saber, a empresa vendeu novamente dólar ao banco por intermédio de opção de compra⁸⁷

⁸⁷Santos et. al (2011) afirmam que essa transação determinava entre as partes envolvidas uma taxa de câmbio pela qual as empresas venderiam seus dólares a cada mês (*Strike*). Caso o valor do dólar chegasse a ficar abaixo do *Strike* combinado, a empresa poderia vender uma quantidade de dólares para uma instituição financeira por esse valor. Porém, caso o câmbio se depreciasse, a empresa teria que vender à instituição financeira uma quantidade representando duas vezes a taxa combinada (*Strike*). Portanto, considerando o cenário negativo de desvalorização

(*call*). Aqui, o banco paga um valor à empresa (prêmio, que no caso dessas operações, tinha um valor bastante expressivo) para ter o direito de comprar o dólar em data futura, a uma cotação pré-estabelecida, conforme apontam Silva e Pinese (2010).

Em uma nova ilustração de Lucchesi, Balarin e Valenti (2008), na opção de compra acoplada, o banco passa a ter o direito de comprar US\$ 10 milhões a R\$ 1,73, no dia 30 de agosto:

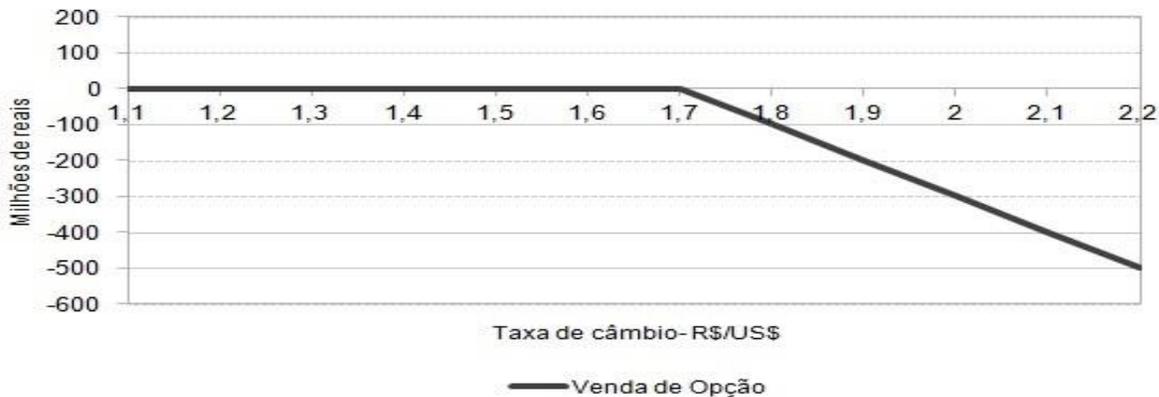
i) dólar cotado a R\$ 1,62: o banco não teria interesse em exercer o seu direito de compra, pois não compraria a R\$ 1,73 se poderia comprar no mercado à vista por R\$ 1,62. A opção se desintegraria e a perda do banco estaria limitada ao prêmio pago à empresa pela opção.

ii) dólar cotado a R\$ 2,00: o banco exerceria o seu direito, obrigando a empresa a comprar dólar no mercado à vista a R\$ 2,00 e vender ao banco por R\$ 1,73. A empresa perderia R\$ 0,27 por dólar da operação, acarretando em um prejuízo de R\$ 2,7 milhões, equivalente a 13,5% do valor inicial da operação. Ressalta-se que nesse cenário a perda da empresa é ilimitada e aumenta à medida em que o dólar se valoriza.

O gráfico a seguir mostra uma simulação do resultado de uma operação de venda de opção de compra.

cambial, a empresa deveria vender uma quantidade duas vezes maior do que comprara em um cenário favorável, gerando assim grandes perdas.

Gráfico 3.2- Simulação do resultado da venda de opção de compra de dólar



Fonte: Teixeira (2010)

Pode-se observar que nas operações de opção de compra, as empresas receberiam uma comissão inicial e se comprometeriam a vender um montante estipulado de dólar para os bancos dentro de um determinado período. Assim, se o câmbio estivesse em um valor igual ou menor do que o *strike* firmado, (no exemplo, igual a R\$1,70), não seria interessante para os bancos cobrarem às empresas este montante. Porém, caso o real se desvalorizasse e a taxa de câmbio superasse R\$1,70, os bancos teriam interesse em receber das empresas. A principal nuance deste instrumento é que não existia um limite para as perdas das empresas, tal como demonstrado no gráfico acima.

Bacic, Silveira e Souza (2010, p.61) apontam que:

“Caso exista forte desvalorização cambial, com a cotação do dólar superando K, fato que acabou ocorrendo, o *player* sofre perdas no termo e é exercido na opção. Neste caso, vende “2x” dólares a um preço baixo, igual a K – além do compromisso de vender “x” dólares no NDF, a empresa é exercida na opção de compra, sendo obrigada a vender outros “x” dólares a um preço K.”

Para fins didáticos, Teixeira (2010) realiza uma simulação para detalhar os possíveis resultados da aquisição desse produto financeiro. O quadro abaixo apresenta uma simulação com o montante principal de US\$ 1 bilhão, o período de vigência do contrato de três meses, e o NDF firmado com a taxa de câmbio valor de R\$1,604. O *strike* da opção foi de R\$/US\$ 1,70 e o prêmio da opção foi de 0,30%.

Quadro 3.1- Simulação de resultados da operação *Target Forward*, valores em milhões de reais⁸⁸

| R\$/US\$ | NDF | Ganhos/ Perdas | Venda Opção de compra | Target Forward |
|----------|-------|-------------------|--------------------------|-------------------|
| 1,1 | 1,604 | 504 | 5 | 509 |
| 1,2 | 1,604 | 404 | 5 | 409 |
| 1,3 | 1,604 | 304 | 5 | 309 |
| 1,4 | 1,604 | 204 | 5 | 209 |
| 1,5 | 1,604 | 104 | 5 | 109 |
| 1,6 | 1,604 | 4 | 5 | 9 |
| 1,7 | 1,604 | -96 | 5 | -91 |
| 1,8 | 1,604 | -196 | -100 | -296 |
| 1,9 | 1,604 | -296 | -200 | -496 |
| 2 | 1,604 | -396 | -300 | -696 |
| 2,1 | 1,604 | -496 | -400 | -896 |
| 2,2 | 1,604 | -596 | -500 | -1096 |

Fonte: Teixeira (2010)

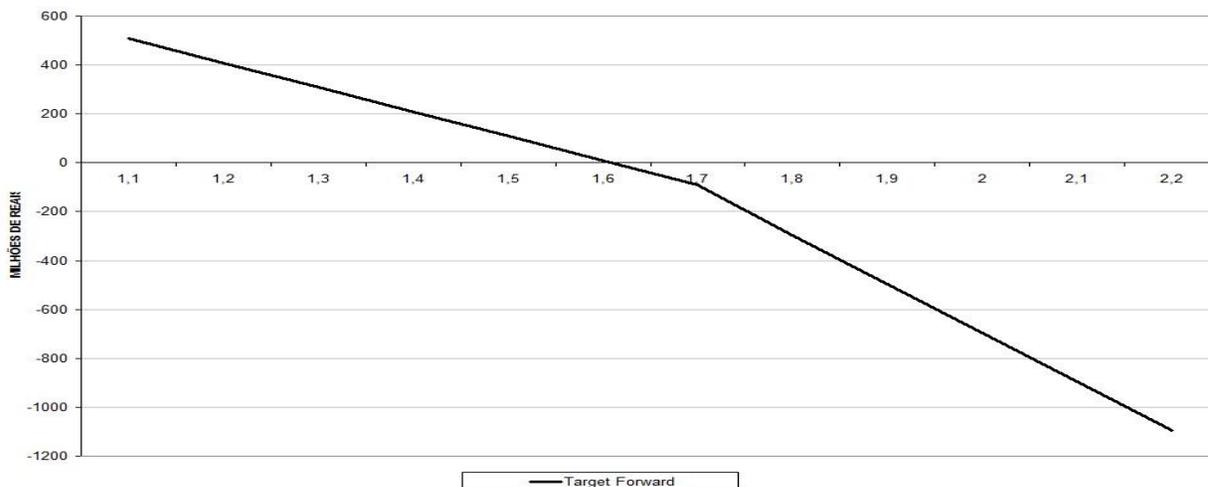
De acordo com a simulação de Teixeira (2010), se a taxa de câmbio estivesse no patamar de R\$ 1,50, os ganhos para a empresa nas operações de NDF seriam de R\$ 104 milhões, e na venda de opção de compra seria de R\$ 5 milhões. No total da operação, teria um ganho de R\$ 109 milhões.

Já se a taxa de câmbio estivesse cotada a R\$ 1,90, os prejuízos para a empresa nas operações de NDF seriam de R\$ 296 milhões, e na venda de opção de compra seria de R\$ 200 milhões, No total da operação, teria uma perda de R\$ 496 milhões.

⁸⁸As colunas de Ganhos e Perdas, Venda Opção de compra e Target Forward estão em milhões de reais.

O gráfico a seguir mostra estes resultados simulados.

Gráfico 3.3- Simulação do resultado da operação *Target Forward*



Fonte: Teixeira (2010)

Barreto (2011) e Vervloet e Garcia (2010), por sua vez, acrescentam que estes produtos limitavam os ganhos acumulados via vendas de dólar para as empresas, enquanto a recíproca não era verdadeira para a instituição financeira. No ambiente desfavorável (real depreciado), a empresa seria obrigada a vender os dólares durante os 12 meses de vigência do produto, sem limite de perda.

3.2- A Hipótese da Instabilidade Financeira: uma adaptação ao caso da Sadia nos anos 2000

Esta seção tem o objetivo de adequar elementos da Hipótese da Instabilidade Financeira às particularidades da economia brasileira e, em especial, ao episódio específico em foco. Inicialmente, faz-se necessário destacar que este fenômeno - iliquidez e insolvência de grandes empresas nacionais que especulavam com derivativos cambiais no período prévio à crise de 2007/2008 - poderia ser entendido como um caso isolado, que não caberia na tipologia de Minsky, que busca captar a dinâmica de comportamentos típicos dos agentes, e não excepcionais. Porém,

tal argumento pode ser falseado à medida que tal fenômeno envolveu aproximadamente duzentas empresas de todos os portes, segundo BNDES (2011). E pode-se inferir que se o cenário de apreciação do Real tivesse continuado, após setembro de 2008, esse número tenderia a aumentar. Adicionalmente, a importância dos eventos que se seguiram, com repercussões de caráter sistêmico sobre a economia brasileira, nos permite investigar esta episódio à luz do arcabouço teórico minskyano.

Para tal, a análise se dará em três dimensões que se complementam, para o melhor entendimento dos elementos e pontos centrais que serão trabalhados. São estas:

- I) A institucionalidade e os agentes envolvidos;
- II) A Hipótese da Instabilidade Financeira retrabalhada;
- III) De episódios de fragilidade financeira à instabilidade sistêmica.

É importante ressaltar que a adaptação proposta será feita a partir do caso específico da Sadia, no biênio 2007 e 2008. Reconhece-se a existência e relevância de outras empresas envolvidas, no mesmo momento, nesta ou em outras operações similares. Porém, a opção foi por tratar de um caso específico, representativo da grande empresa nacional. Neste caso, os argumentos de assimetria informacional, desinformação ou falta de capacitação dos gestores para lidar com a complexidade das operações seriam, senão completamente eliminados, certamente suavizados e, portanto, bastante questionáveis.

3.2.1- As institucionalidades e os agentes envolvidos

Para Minsky, qualquer processo de decisão de portfólio envolve elementos que incorporam as expectativas sobre a economia. Neste sentido, o cenário de ascensão das operações com derivativos cambiais dentro das corporações nacionais era, de certa forma, específico. Alguns

aspectos, estruturais e conjunturais, favoreceram e incentivaram a rápida difusão destes produtos financeiros. São eles: i) um ciclo de estabilidade e otimismo na economia brasileira, ii) um mercado de câmbio, no interbancário, líquido e com ampla especulação e iii) uma fase de progressiva depreciação do dólar frente às moedas periféricas, sobretudo ao Real. Neste contexto, destacam-se os dois principais agentes destas transações: os bancos comerciais e as empresas não-financeiras.

Primeiramente, em relação aos vendedores desses produtos, os bancos privados comerciais, sabe-se que no período entre 2003-2008, estes passavam por um ciclo particular, com tendência de queda da taxa Selic (desde 2005), e a ampliação dos instrumentos de atuação. As estratégias operacionais se transformaram e foram reorientadas, em um contexto de intensificação da concorrência. De um lado, no varejo, os programas de crédito populares ganharam força. Já no atacado, foram introduzidos novos produtos financeiros.

De fato, a popularização de serviços bancários e, conseqüentemente, o maior acesso da população aos bancos e ao crédito foi muito importante para a economia nacional. Aponta-se que a partir de maio de 2003, com o movimento de alteração dos portfólios destas instituições, ocorreu um aumento da relação crédito/PIB de 21,8%, no início de 2003 para 41,1% (e de 40,2%, no caso do crédito ao setor privado) em dezembro de 2008. Observou-se, dessa forma, um ciclo de elevado otimismo, uma onda de inovações financeiras e uma menor percepção de risco neste contexto de ciclo expansivo de crédito.

Quanto à negociação de novos produtos financeiros, Prates e Freitas (2013) e Robitaille (2011) apresentam exemplos recentes de inovações financeiras que difundiram-se na economia brasileira no período recente. Elas são indicativas de uma transformação nos instrumentos e operações dessas instituições e podem representar uma mudança nas bases qualitativas deste segmento. Entre os exemplos estão as transações com contratos de financiamento vinculados a operações com derivativos de câmbio, que garantiam uma redução do custo do crédito às empresas enquanto a trajetória do real era de apreciação. Segundo Prates e Freitas (2013), esse mecanismo de altíssimo risco parece ter contribuído para perpetuar a escalada da relação crédito/PIB nos oito primeiros meses de 2008, ao reduzir o custo do crédito em contexto de elevação da taxa de juros

básica (de 11,25% em março para 13,75% em setembro) e de retração de fontes alternativas de financiamento com recursos externos e no mercado de capitais doméstico, devido ao aumento da aversão aos riscos dos investidores globais desde 2007. Adicionalmente, a maior demanda por recursos no mercado de crédito doméstico, ao pressionar os custos de captação dos bancos via Certificados de Depósito Bancário (CDBs), induziu a proliferação dos CDBs resgatáveis, - portanto, com liquidez diária-, como forma de aumentar a atratividade desses instrumentos junto aos investidores. Logo o período entre 2003-2008 foi de importantes transformações neste segmento, com a introdução de novas operações/instrumentos.

No tocante às empresas não-financeiras nacionais, pelo menos no que se refere às grandes empresas, pode-se dizer que estavam inseridas em um contexto de *money manager capitalism*, que implica uma mudança nas estratégias de valorização do capital. Sabe-se que empresas norte-americanas sofreram uma intensa reestruturação na organização interna a partir da década de 1980, a fim de melhor atender aos interesses dos mercados financeiros e dos seus acionistas. No caso das empresas nacionais, vale dizer, o processo não ocorreu da mesma forma, porque o contexto é bastante diverso. O mercado de capitais brasileiro ainda é incipiente e o controle dos grandes grupos nacionais é essencialmente familiar, mesmo quando são de capital aberto. Todavia, as empresas não-financeiras domésticas estão inseridas em um ambiente globalizado, integrado e liberalizado e para ter acesso aos mercados de capitais e atrair novos investidores, têm procurado se adaptar e ajustar seu perfil de atuação e governança.

Conforme Bacic, Silveira e Ferreira de Souza (2010) a busca pela maximização do valor de mercado de uma corporação está diretamente relacionada à qualidade das decisões de investimento, financiamento, giro, margem, volume de atividade, produtividade, entre outros, sendo tais aspectos envolvidos e influenciados por diversos tipos de riscos (financeiros, estratégicos e operacionais). Neste contexto, destacam-se algumas características das transformações nas corporações brasileiras no período recente, tais como: i) a mudança nos modelos de lançamento de informações e práticas contábeis, compatíveis com os moldes internacionais, ii) a formalização de importantes conceitos do direito societário, tendo sido incorporados conceitos legais bastante utilizados em economias mais desenvolvidas, iii) o

lançamento de ações em bolsas estrangeiras e, conseqüentemente, iv) a variação na lógica de valorização do capital.

Neste cenário, a introdução de novos produtos financeiros dentro dos portfólios destas corporações representou, por um lado, importantes elementos dos processos de acirramento da liberalização, globalização, concorrência intercapitalista e financeirização da riqueza. Por outro lado, reflete uma lógica corporativa que visa ao aumento da rentabilidade dos acionistas em um curto período de tempo. Neste sentido, são posturas financeiras não diretamente ligadas ao financiamento da operação e/ou de sua expansão. Sobre esta questão, Farhi e Borghi (2009, p.172) argumentam:

[A]s empresas, caracteristicamente produtivas e crescentemente financeiras, enxergaram uma possibilidade de ganho não operacional com esses instrumentos, para além do que representaria uma garantia contra a volatilidade de preços. Isto é, aproveitando-se da elevada alavancagem permitida pela própria existência dos derivativos, em que se pode adquirir, no futuro, um ativo que não se deseja receber, e vender a descoberto outro que não se possui ex ante, elas, de fato, não se restringiram ao *hedge*, mas, sim, especularam ao apostarem em determinada direção do comportamento futuro de um ativo sem nenhum tipo de cobertura.

Nesta perspectiva, segundo Deos (1998), os derivativos são utilizados como instrumentos de posicionamento frente ao risco, de acordo com a lógica especulativa que preside a economia capitalista. Neste sentido, são "ferramentas" utilizadas com a finalidade de aumentar a competitividade dos agentes em geral, cujo uso/intensidade tende a variar ao longo do ciclo, condicionado às circunstâncias presentes e às expectativas futuras⁸⁹. Logo, constituem instrumentos particularmente eficientes para os especuladores, em função dos poderosos efeitos de

⁸⁹De acordo com Saito e Schiozer (2005) as evidências sugeriam que, até 2004, os gestores de empresas não-financeiras brasileiras usavam derivativos principalmente com o propósito de gerenciar risco, e não com fins especulativos. Saito e Schiozer (2007), em nova pesquisa, observaram que a negociação desses títulos por corporações não financeiras brasileiras foi mais freqüente nas maiores, visando o hedge de suas exposições. Dentre aquelas que transacionavam tais contratos, em sua maioria, objetivava proteção contra câmbio e juros, sendo a negociação feita especialmente em mercado de balcão. Rossi (2007 e 2008), em análise sobre o uso de derivativos cambiais por empresas brasileiras, constatou que corporações mais propensas a financial distress e com maior exposição ao risco cambial utilizaram com mais intensidade os contratos em questão. Verificou-se também uma relação positiva entre uso do hedge e tamanho da empresa, segundo Bacic, Silveira e Ferreira de Souza (2010).

alavancagem que permitem. Nos mercados organizados, os contratos a prazo de instrumentos financeiros permitem que se assumam posições especulativas immobilizando apenas uma parte pequena da liquidez sob a forma de depósitos de garantia.

Neste sentido, para a autora, o uso dos derivativos como instrumentos para "especulação" traz mais uma dimensão ao quadro de fragilidade financeira, tal como havia sido descrito nas formulações originais de Minsky. Isto porque, quando posições especulativas são assumidas via uso de derivativos, aqueles que eventualmente incorrem em perda, em função de uma oscilação no preço do ativo-objeto, sofrem um forte abalo no mercado. Essa possibilidade fica amplificada porque as operações com derivativos são operações alavancadas, nas quais os pagamentos devidos de uma parte à outra são feitos ao longo do contrato, ou no final da operação (dependendo do tipo de derivativo). E, se perdas substanciais acontecem, ativos podem ter que ser vendidos a fim de que se cubram as obrigações pendentes.

3.2.2- A Hipótese da Instabilidade Financeira retrabalhada

Como apontado anteriormente, o objetivo do presente trabalho é discutir a experiência de empresas brasileiras nos anos 2000, em especial o que ocorreu em 2008, à luz da HIF. Para tanto, é preciso remodelar a HIF, adaptando-a para o caso em foco. Destarte, é necessário redefinir os principais componentes desta construção, quais sejam: i) as posturas financeiras, ii) os preços de demanda e de oferta, iii) os riscos e os fatores subjetivos e objetivos que envolvem o devedor e o credor. Posteriormente, faz-se necessário articular os elementos propostos com o ambiente macroeconômico.

No tocante às posturas financeiras definidas originalmente por Minsky, a primeira posição é a *hedge*. Tal postura é caracterizada por um comportamento defensivo, em que o agente precisa fazer frente a compromissos financeiros, pois utiliza recursos externos à empresa para se financiar, mas espera gerar fluxo de caixa suficiente para honrar os compromissos assumidos. Nesse contexto, o agente não espera que seja necessário se refinar ao longo do processo de maturação do seu investimento.

Tendo em vista uma remodelagem desta tipificação para o caso em análise, e especificamente quanto ao uso de derivativos, uma postura *hedge* seria entendida como a utilização de derivativos cambiais para reduzir a exposição de empresas exportadoras ou importadoras à variação cambial. Isto é, a empresa utilizaria contratos futuros de venda/compra de moeda estrangeira com os montantes e prazos compatíveis com a quase-renda esperada para transferir os riscos destas operações para outros agentes, e/ou para os especuladores⁹⁰. Dessa maneira, estas operações casadas teriam a finalidade de resguardar a liquidez e o fluxo de caixa das firmas, caso ocorresse uma brusca oscilação na taxa de câmbio.

As posturas especulativas e *ponzi*, nos trabalhos originais de Minsky, são aquelas nas quais o agente toma uma decisão de investimento que é “racional”, no sentido de que o retorno esperado é maior que o custo do projeto, mas a situação financeira assumida é tal que já se espera a necessidade de refinanciamento ao longo do processo de maturação. Este comportamento, em geral, espelha uma situação de elevada alavancagem, com problemas de liquidez (fluxos de caixa).

Neste caso específico, um comportamento especulativo e/ou *ponzi* se caracteriza como o uso de derivativos cambiais que transcende a perspectiva de proteger o fluxo de caixa das variações na cotação da moeda estrangeira, sendo utilizado com a expectativa de gerar um ganho extraordinário advindo da especulação quanto ao seu valor futuro. Contudo, acabam adicionando um conjunto de riscos financeiros no portfólio dos agentes. A maior duração de um ciclo de otimismo, com a confirmação das expectativas, abre espaço para o uso disseminado e mais intenso das operações especulativas, levando a uma posição de crescente fragilidade.

Nota-se que na presente ilustração, a fronteira entre as posturas especulativa e *ponzi* não se estabelece. Para Minsky, a principal diferença entre estes dois comportamentos seria que no caso de posturas especulativas, espera-se a necessidade de refinanciamento do principal e, nas posições *ponzi*, a expectativa é de refinanciamento não só do principal, mas também do serviço (juros) da dívida. No caso em estudo, não houve a tomada de empréstimo com uma sequência de pagamento de juros e outros compromissos financeiros associados, mas sim a negociação de um ativo que

⁹⁰Destaca-se que o especulador não é lesivo ao mercado financeiro, pois é ele quem assume risco do *hedger*. Isto porque, conforme Oliveira e Braga (2008) exemplificam, o objetivo dos especuladores é lucrar com oscilações de preços no mercado futuro, assumindo riscos de mercado.

traria lucros ou prejuízos com montantes conhecidos apenas no futuro. Assim, a essência da distinção entre as posturas (hedge e/ou especulativa) é baseada na negociação, ou não, desses instrumentos altamente especulativos.

Na formulação original de Minsky, foi definido um sistema de dois preços para determinar o nível de investimento, isto é, a aquisição ou não de um elemento específico do portfólio dos agentes: os bens de capital. O preço de demanda dos bens de capital, P_k , corresponde o valor presente dos retornos (quase-rendas) esperados e possui um alto fator subjetivo. A curva do preço de demanda dos bens de capital é uma série temporal de P_k 's associados a cada montante de ativos de capital que a firma organiza em unidades de produção. Já o P_I é o preço de oferta dos bens de capital, tem por base fatores objetivos: a taxa de salários, a taxa de juros, a produtividade e o *mark-up* aplicado sobre os custos. A curva de oferta dos bens de capital é uma série de P_I 's associados a cada montante de ativos de capital organizados para a produção e é elástica até determinado ponto, tendendo a tornar-se mais inelástica à medida que o aumento na produção esbarra na escassez do estoque de insumos e mão-de-obra.

Na tentativa de adaptar esses conceitos ao caso em foco, faz-se necessário ressaltar que na presente ilustração o cerne da decisão dos agentes não é a compra de bens de capital, mas sim a alocação dos recursos em um produto financeiro, os derivativos cambiais, trazendo, assim, características específicas. Neste episódio, a opção de alocação nestes ativos financeiros se mostrava atraente. A expectativa de continuidade da valorização do real frente ao dólar permitiria às empresas não-financeiras um ganho que superaria os, (até então) baixos custos incorridos na operação. Esta escolha, "racional" e, ao mesmo tempo, altamente especulativa, carregava consigo e refletia uma menor percepção de risco. Isto é, a partir da concretização positiva das suas expectativas quanto ao preço desses ativos, bem como das suas receitas crescentes em dólar, os agentes passaram a, gradualmente, aumentar o montante transacionado. Tal movimento acabou aprofundando o grau de exposição dos balanços destas corporações e deteriorando as suas margens de segurança. Neste contexto, também os bancos, na outra ponta, expandiram as operações destes contratos.

A partir destas ponderações, sabe-se que a expectativa de ganho destes contratos eram extremamente subjetivas e calcadas em expectativas, dependentes do comportamento da taxa de câmbio. Os ganhos e/ou perdas incorridos só são apurados no período $t+1$. Sob a ótica das empresas não-financeiras, quanto maior o retorno esperado, menor as margens de segurança. Vale dizer, quanto maior o montante de dólar transacionado e empenhado (maior alavancagem), maior seria a possibilidade de ganho.

Esta projeção apresentava, contudo, um limite superior, isto é, a existência de uma fronteira superior no mecanismo de NDF. De fato, a operação *call* apresenta um ganho inicial fixo, na sua transação, os bancos pagavam um montante inicial para ter direito a compra de determinada quantidade de dólar em certo preço, o que apresentaria um retorno máximo⁹¹.

A projeção dos custos ou perdas associadas a estes contratos, por sua vez, é também expectacional, com a ressalva de não apresentarem limites inferiores definidos. Os compromissos com as perdas pelo NDF seriam enquadrados dentro de uma banda. Contudo, se a cotação do câmbio batesse um *strike*, nas operações de *call*, as perdas seriam progressivas e sem limite. Vale dizer, se a taxa de câmbio (R\$/US\$) fosse superior ao *strike*, os bancos poderiam ter o direito de compra de dólar ao valor acordado, transferindo a diferença nas cotações para as empresas.

No exemplo das empresas nacionais no período 2003-2008, entende-se que estas, inseridas em um ambiente de crescimento relativamente estável e visando ampliar a rentabilidade, buscaram operações mais especulativas. Faziam-no pois buscavam maiores retornos e, em consequência, diminuíram suas margens de segurança e possibilitaram um descasamento muito grande dos compromissos financeiros relativamente ao fluxo de caixa esperado. No caso dos bancos, comportamento simétrico pode ser observado. De acordo com Deos (1998), tal comportamento, de ambas as partes, pode ser explicado a partir da vigência de resultados que, por um determinado período de tempo, validem as decisões e os passivos anteriormente assumidos, e acabam afetando positivamente as expectativas sobre o futuro das duas partes envolvidas na transação. Esta tendência expressa a percepção de que o risco está diminuindo. Dessa forma os agentes, confiantes

⁹¹Tomando como base o exercício proposto por Teixeira (2010) apresentado anteriormente, em uma negociação de US\$ 1 bilhão, o retorno máximo para as empresas seria de R\$ 509 milhões.

na maior capacidade de cumprir seus compromissos financeiros, estarão dispostos a aumentar suas "apostas". Logo, nas fases de crescimento estável, altera-se a percepção a respeito da estrutura financeira que é aceitável. Essa queda no risco percebido traduz-se por um aumento no nível e uma piora na qualidade dos portfólios (DEOS, 1998).

A particularidade deste caso, tal como já apontado, é que os compromissos financeiros assumidos não eram destinados ao financiamento de investimentos, mas sim a operações eminentemente financeiras. Nesse contexto, o desempenho da empresa em termos de liquidez e, no limite, de solvência, seriam impactados caso houvesse: i) uma não correspondência e/ou uma superestimação da quase-renda esperada de posse do ativo financeiro, produto de uma abrupta variação do preço da moeda estrangeira em um sentido diferente do especulado, ii) uma chamada de margem inesperada ou uma cobrança antecipada dos bancos, devido à ampla janela de vigência e à não fixação de um vencimento destes contratos e, por conseguinte, ocasionando um descasamento entre os prazos, iii) uma frustração no mercado real, com problemas operacionais e, por fim iv) um “fechamento” ou interrupção de canais de financiamento dessas empresas.

No caso específico das operações efetuadas com a Sadia, o risco dos bancos apresenta características específicas. A começar, no momento de otimismo, estes agentes assumiram maior risco (do credor), com isso diminuíram suas margens de segurança. Reflexo disso está na exposição ao risco de crédito das empresas.

No que tange à transição entre as posturas financeiras para a geração de fragilidade, isto é, à transição gradual e progressiva de um conjunto expressivo de agentes de posturas *hedge* para posturas mais especulativas ao longo do ciclo de expansão, tal como pode ser lido a partir de Minsky. Reconhece-se que a dinâmica em tela e a ilustração específica que vem sendo tratada tem sua especificidade. Isto é, não ocorreu uma deterioração gradual e progressiva das margens de segurança, tal como pode ser inferido na formulação original de Minsky. No exemplo estudado, as empresas não-financeiras tinham uma postura financeira *hedge*, no período entre 2003-2007. Porém, a partir do momento que começaram a operar com e derivativos cambiais, no ano de 2007, esta postura financeira se tornou especulativa, tendo se parofundado à medida em que aumentavam os montantes envolvidos. Com a brusca valorização do dólar, em meados de 2008,

ocorreu a chamada de margem dos bancos comerciais e os compromissos financeiros das corporações se ampliaram rápida e muito expressivamente. Logo, além de não terem suas expectativas em relação às quase-renda concretizadas, dado o contexto de retração da economia em âmbitos nacional e internacional, ainda viram seus compromissos financeiros se ampliando vertiginosamente.

Neste sentido, pode-se argumentar que mesmo não tendo ocorrido uma deterioração gradual das margens de segurança e um transição progressiva entre as posturas hedge, especulativa e Ponzi, aponta-se a existência, neste processo, de um desenrolar disruptivo gerado endogenamente, o que foi essencialmente observado por Minsky.

3.2.3- De episódios de fragilidade financeira à instabilidade sistêmica

Ao tratar do ocorrido no final do ano de 2008, quando houve o efeito contágio da crise *subprime* no país, alguns elementos e atores devem ser destacados, entre eles: os mercados financeiros, os bancos comerciais e os bancos públicos.

Conforme detalhado no capítulo anterior, uma das vias de contágio da crise *subprime* no Brasil foi a abrupta saída de capitais, conhecida também como "fuga para a qualidade"⁹², ocorrida no último trimestre de 2008. A saída do capital estrangeiro foi resultante, sobretudo, da tentativa de recomposição de perdas nos principais centros financeiros do mundo pelos investidores internacionais. Como resultados: i) houve uma ampla volatilidade na taxa de câmbio, e o Real sofreu uma forte depreciação, ii) teve início uma significativa e generalizada redução da liquidez

⁹²Segundo Andrade e Prates (2012, p.255), “as divisas dos países periféricos emergentes (que são inconversíveis) possuem menor prêmio de liquidez (relativamente à divisa-chave e às divisas conversíveis). Assim, nos momentos de acirramento da incerteza, esses ativos são os primeiros alvos dos movimentos de fuga para a qualidade (ou seja, para os ativos denominados na divisa-chave) dos investidores globais. Já nas fases de excesso de liquidez internacional e elevado apetite por risco, quando geralmente reinam convenções mais otimistas acerca da trajetória futura da economia e as taxas de juros nos países centrais situam-se em patamares mais reduzidos, os ativos periféricos emergentes passam a embutir elevada valorização esperada que compensa seu menor prêmio de liquidez (ou seja, o atributo *a* supera a “remuneração” implícita no prêmio de liquidez *l*) e, com isso, tornam-se ativos demandados pelos investidores internacionais.”

nos mercados interbancários e, também, iii) ocorreu uma restrição da oferta e disponibilidade de crédito. Tais acontecimentos foram acompanhados de movimentos e comportamentos específicos dos principais agentes econômicos nacionais.

De fato, os mercados financeiros já estavam profundamente abalados com a acentuada queda do valor dos ativos que acontecera desde o anúncio de falência do Lehman Brothers. Após o anúncio dos graves problemas enfrentados por grandes empresas brasileiras com as operações de derivativos, desencadeou-se um forte momento de tensão e elevada incerteza. Em virtude das operações *target forward* serem pouco transparentes e serem transacionadas, essencialmente, em mercados de balcão, a Cetip, a CVM, os investidores e grande parte dos agentes não tinham uma real dimensão⁹³ de quais corporações e bancos operavam com esses instrumentos e, tampouco, dos seus respectivos montantes e grau de comprometimento dos seus balanços. No dia do anúncio do prejuízo de R\$ 760 milhões da Sadia, dia 26 de setembro de 2008, as ações preferenciais da empresa (PN, sem direito a voto) caíram 35%, e as ordinárias (ON, com direito a voto) 30%.

No tocante às instituições financeiras brasileiras, sabe-se que estas, na crise de 2007/2008, apresentaram um comportamento particular. Enquanto algumas instituições financeiras internacionais, inclusive grandes *players*, encontravam-se em situação de insolvência, apontando para uma crise sistêmica, no país isso não ocorreu. Os bancos⁹⁴, no contexto da crise, foram impactados pela incerteza, pela deterioração das expectativas sobre a evolução futura da atividade econômica, pelo empocamento de crédito e pela restrição da liquidez nos mercados interbancários, mas não detinham ativos problemáticos em seus portfólios.

⁹³Sobre esse ponto Farhi e Borghi (2009) afirmam: Como ninguém sabia com precisão quais empresas e quais bancos estavam envolvidos, isso constituiu um fator determinante no forte empocamento de liquidez nas operações interbancárias e na acentuada redução do crédito para pessoas jurídicas nas economias emergentes, inclusive nas que possuíam um sistema bancário que não estava diretamente ligado às complexas operações que resultaram na crise financeira internacional.

⁹⁴Sabe-se que os grandes bancos, mesmo num quadro de contínua valorização do dólar que lhes era favorável, tiveram que definir, em acordo com o BNDES, uma taxa de câmbio que viabilizasse o encerramento das operações sem quebrar as empresas envolvidas. Isso significou definir um limite superior para a taxa de câmbio capaz de preservar o ganho dos bancos e simultaneamente impedir a quebra das empresas. Rejeitar essa solução seria dar prosseguimento ao processo cumulativo de perdas das empresas cujo resultado seria seu *default* e aumento de risco financeiro sistêmico, segundo Ferraz (2013).

Entretanto, a informação de que importantes empresas nacionais estavam envolvidas com operações especulativas de câmbio e não poderiam honrar seus compromissos com as contrapartes causou grande apreensão no sistema. O desconhecimento sobre quais seriam as empresas, quais os respectivos montantes alavancados e quais bancos estariam envolvidos trouxe uma profunda tensão para a economia brasileira, principalmente, para o setor bancário. A reversão do estado geral de expectativas conduziu ao "emoçamento" de liquidez no interbancário, com a retração dos grandes bancos privados, a uma forte redução da oferta de crédito para o público e a uma postura mais conservadora dos bancos privados no que diz respeito aos critérios exigidos para a concessão de crédito. Manifestou-se, naquele momento, o problema da atuação dos bancos comerciais privados como desestabilizadores endógenos, segundo Carvalho, Oliveira e Tepassê (2011). Isso problematizou as condições de captação de recursos de boa parte dos pequenos e médios bancos e, por extensão, a capacidade de empréstimos dessas instituições, mais dependentes do mercado interbancário, por não disporem de base ampla de depositantes. Dessa forma, o anúncio dos problemas da Sadia desencadeou uma série de eventos que contribuiu para a geração de fragilidade financeira sistêmica. Nas palavras de Almeida (2011):

Dada a onda de dúvidas e incertezas que se instaurou quando explodiu a crise internacional, esse intenso crescimento dos financiamentos e o descasamento de prazos que o acompanhava, transformaram-se em fatores de elevação do risco dos bancos mais alavancados e expostos a captações no interbancário e junto a fundos de investimentos e a grandes empresas. A incerteza se agravaria à medida que iam se tornando públicos os elevados montantes de empréstimos a empresas concedidos em operações casadas com aplicações em mercados futuros de câmbio nas quais as empresas assumiram riscos cambiais. Com a desvalorização do *real* foram gerados vultosos prejuízos em muitas empresas brasileiras, o que em setores como celulose, alimentos processados e açúcar e álcool levou a quebras de empresas nacionais de porte. No contexto internacional adverso que afugentava potenciais compradores estrangeiros e dado um apoio financeiro redobrado concedido pela agência brasileira de financiamento, o BNDES, os grandes grupos nacionais foram os principais absorvedores das empresas em crise (ALMEIDA, 2011, p.58).

Por fim, vale ressaltar a importante ação das políticas anticíclicas na recuperação e estímulo da atividade econômica nacional. Para Mendonça e Deos (2012), o conjunto de políticas anticíclicas governamentais exercidas entre o final de 2008 até 2010 caracterizou ações de *Big*

*Bank*⁹⁵ e de *Big Government* minskyanos. Isso porque o governo fez uso de ambas as políticas, fiscal e monetária, com o objetivo de reverter expectativas negativas e diminuir os efeitos que o contágio da crise representou sobre o consumo e o investimento internos. Dessa forma, buscava-se amenizar a queda no nível de produto e evitar a elevação da taxa de desemprego. Tais medidas se apoiaram, principalmente, em dois pilares: as medidas do Banco Central na provisão de liquidez aos bancos e instituições financeiras e as ações dos bancos públicos na expansão da oferta de crédito doméstico.

No primeiro bloco de iniciativas, destacam-se os instrumentos utilizados pelo poder público a fim de afastar um possível risco de crise sistêmica e injetar liquidez no sistema bancário nacional. Para isso, relaxou exigências relacionadas à janela de redesconto e liberou US\$ 116 bilhões que eram exigidos pelos compulsórios. Ademais, as instituições públicas adquiriram participações e compraram carteiras de crédito de bancos em dificuldades, sobretudo instituições de menor porte. Estas ações deliberadas de política foram fundamentais para evitar a quebra de bancos de menor porte e abortaram a possibilidade de corrida bancária ou de dúvidas sobre a situação de liquidez e solvência dos bancos brasileiros, segundo Almeida (2011).

A segunda importante via de atuação foi a orientação para que os bancos públicos - Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES - ampliassem seus financiamentos. Entre junho/2008 e dezembro/2009 o volume das operações de crédito da Caixa Econômica Federal praticamente dobrou, passando de R\$ 58,12 bilhões para R\$ 115,52 bilhões. Adicionado a isso, no início da crise, o crédito dos bancos públicos representava cerca de 35% do crédito total, e com a ação dos bancos públicos aprofundada desde então este percentual subiu e chegou a 41%, em fevereiro de 2010. De acordo com Almeida (2011), o contexto de elevada incerteza e contração de financiamento pelos bancos privados e o papel exercido pelos bancos públicos foi determinante

⁹⁵De acordo com Mendonça e Deos (2012), na análise minskyana, o *Big Bank* é uma instituição central. Para o autor, a função de emprestador de última instância, ou a função clássica do *Big Bank*, tal como as intervenções do *Big Government*, são ambas essenciais para evitar uma profunda e longa depressão. Nas palavras do autor, “*The need for lender-of-last-resort operations will often occur before income falls steeply and before the well nigh automatic income and financial stabilizing effects of Big Government come into play. If the institutions responsible for the lender-of-last-resort function stand aside and allow market forces to operate, then the decline in asset values relative to current output prices will be larger than with the intervention... and the decline in income, employment, and profits will be greater. If allowed to gain momentum, the financial crisis and the subsequent debt deflation may, for a time, overwhelm the income and financial stabilizing capacity of Big Government*” (Minsky, 2008, p.44).

para evitar uma crise de crédito, não somente revertendo a tendência de contração do volume de financiamentos concedidos, mas também evitando uma onda de falências de empresas e de liquidação de ativos.

Considerações finais

Este capítulo teve o objetivo de sugerir a ocorrência de um ciclo de instabilidade financeira no Brasil. O capítulo se propôs a analisar um aspecto da economia brasileira, em um contexto cíclico específico, à luz do arcabouço teórico de Minsky, alertando para as particularidades aqui existentes. O caso em questão foi o processo ocorrido com a Sadia no início dos anos 2000, o qual, por sua vez, é um caso dentro de um conjunto maior de empresas brasileiras que apresentou comportamento similar no período. A hipótese que norteou a análise foi a de que em períodos de relativa estabilidade e crescimento econômico os agentes tendem a assumir posturas financeiras mais especulativas, e assim diminuem a sua percepção de risco e deterioram as suas margens de segurança.

Para isso, inicialmente se trabalhou o comportamento diferenciado dos principais agentes envolvidos nestas operações e as suas respectivas posturas financeiras. Avaliou-se, também, a precificação dessas operações e os riscos e os fatores subjetivos e objetivos que envolviam as duas partes envolvidas na operação. A conclusão foi a de que, neste caso, ocorreu um ciclo de fragilidade financeira que apontavam para a possibilidade de geração de instabilidade no sistema. Um evento caracterizado por uma trajetória altamente especulativa de importantes corporações nacionais utilizando-se instrumentos de derivativos de câmbio e apostando na continuidade e/ou no aprofundamento da valorização do Real frente ao dólar.

Neste exemplo, conforme os dados e informações disponíveis, a empresa tinha uma postura financeira *hedge*, no período entre 2003-2007. Porém, a partir do momento em que comprou derivativos cambiais, o portfólio dessa empresa se tornou crescentemente especulativo.

Quando o dólar se valorizou bruscamente, em meados de 2008, e ocorreu a chamada de margem dos bancos comerciais, os compromissos financeiros da mesma forma, se ampliaram rapidamente. Assim, além de não terem suas expectativas em relação às quase-rendas (remuneração pela posse dos contratos *target forward*) concretizadas, ainda viram seus

compromissos financeiros aumentarem amplamente. Deste modo, entrou em uma situação de forte iliquidez e de insolvência.

Este episódio, ademais, reiterou uma das características do *money manager capitalism*, qual seja, a financeirização dentro das corporações. Isto é, as empresas, originalmente “produtivas” cada vez mais inserem as operações financeiras nas suas opções de alocação da riqueza, a fim de ampliar os seus ganhos e sobreviver na luta concorrencial

Num segundo momento, o capítulo buscou articular a dimensão microeconômica com o ambiente macroeconômico, apontando de que forma a “crise” dos derivativos alavancados disseminou e aprofundou a tensão e contribuiu para a possibilidade de geração de instabilidade sistêmica, num momento de elevada incerteza em âmbito nacional e internacional.

CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve o objetivo de, a partir do arcabouço teórico minskyano, em especial sua hipótese da instabilidade financeira, analisar a dinâmica de um conjunto de empresas brasileiras envolvidas em operações de especulação com derivativos cambiais, no período até setembro de 2008, as quais resultaram em perdas expressivas com diversas implicações. Para tal, o caso da empresa Sadia foi analisado com maior detalhamento e tomado como episódio representativo.

A hipótese que permeou a discussão foi a de que um conjunto de empresas brasileiras, ao longo de um período de maior estabilidade macroeconômica, e aproveitando-se de outras características nesse período (2003-2008), passou a se posicionar, crescentemente, de forma especulativa, a fim de obter maiores rendimentos não operacionais no curto prazo, fenômeno este que, devidamente qualificado, pode ser enquadrado na perspectiva da Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky.

Assim, a partir da investigação de um conjunto de indicadores da empresa Sadia, devidamente contextualizados, confirmou-se a hipótese de que a dinâmica de progressiva fragilização financeira em que se envolveram essas empresas, dentre as quais a Sadia, pode ser caracterizada como um ciclo de fragilidade financeira. No fenômeno em foco, algumas empresas não-financeiras nacionais saíram de uma postura financeira *hedge*, no período entre 2003-2007, para constituírem portfólios crescentemente especulativo, nos quais estavam presentes, de forma progressiva, operações especulativas com derivativos cambiais.

A Sadia, até meados 2008, era uma gigante brasileira do setor alimentício e uma das maiores empresas alimentícias na América Latina, sendo a líder nacional em alimentos industrializados. O período 2003 até 2008 testemunhou uma trajetória de expansão dessa empresa, operacionalmente, em âmbitos nacional e internacional. Nesse período ela apresentou uma sequência de resultados positivos, alcançando recordes de vendas e lucros.

Todavia, defende-se nessa tese que os bons resultados no âmbito operacional alimentaram a prática especulativa. Isto porque, a fim de aumentar os seus lucros, a Sadia passou a operar com

instrumentos financeiros complexos, *target forward*, que apostavam em uma continuidade da valorização do real frente ao dólar, mas que foram operacionalizados com uma forte exposição e alavancagem dos seus balanços. Esse traço inovativo, sempre em busca de maiores rendimentos, por um lado, é inerente aos agentes capitalistas, e provoca, conseqüentemente, a maior instabilidade e os ciclos de negócios, segundo o referencial teórico minskyano. Por outro lado, esse traço pode ter sido reforçado no âmbito da nova lógica de valorização do capital e da gestão corporativa, o *shareholder value*, no contexto do money manager capitalism, uma nova fase do capitalismo, na tipologia definida por Minsky.

Observou-se, também, que este não foi um caso isolado e teve relevantes conseqüências sistêmicas instabilizantes. Este momento foi de grande apreensão para o sistema financeiro nacional em geral e, particularmente, para os bancos comerciais. O desconhecimento de quais empresas estavam envolvidas, bem como dos respectivos montantes alavancados, e de quais bancos seriam contrapartes nas operações, trouxe profunda tensão para a economia brasileira e, principalmente, para agentes do sistema bancário. A deterioração do estado geral de expectativas conduziu ao "empoçamento" de liquidez no mercado interbancário, com a retração dos grandes bancos comerciais privados, e a uma forte redução da oferta de crédito e dos canais de financiamento para o público, pois os bancos privados adotaram uma postura mais conservadora no que diz respeito aos critérios exigidos para a concessão de crédito. Manifestou-se, naquele momento, o problema da atuação dos bancos comerciais privados como desestabilizadores endógenos, o que problematizou as condições de captação de recursos de boa parte dos pequenos e médios bancos e, por extensão, a capacidade de empréstimos dessas instituições, mais dependentes do mercado interbancário, por não disporem de base ampla de depositantes. Dessa forma, o anúncio de falência da Sadia desencadeou uma série de eventos que contribuiu para a geração de fragilidade financeira sistêmica.

Para chegar a estas conclusões, este trabalho discutiu, inicialmente, os principais elementos da teoria minskyana e de que forma Minsky construiu o seu arcabouço teórico em paralelo às mudanças institucionais que ocorriam na economia americana. Destaca-se sua ideia central de que a própria estabilidade traz a crise, à medida em que fomenta e sanciona comportamentos progressivamente especulativos. Adicionalmente, segundo o autor, a fase que começa no início dos

anos 1980, nos EUA, apresenta uma configuração institucional que acentua e incentiva a propagação da instabilidade e de crises.

Neste contexto, e como um dos pilares desta nova fase e de sua configuração institucional, se destaca um novo modelo de gestão corporativa, o *shareholder value*. Este é produto das mudanças institucionais e do desejo capitalista por maiores lucros e pela rápida reprodução da riqueza. Na busca pela valorização e ganhos crescentes no curto prazo, por parte dos seus acionistas, as corporações i) reestruturaram a sua organização - com a eliminação dos custos com intermediários e fixos, ii) fragmentaram a linha de produção, iii) separaram e pulverizaram a propriedade, e por fim, iv) formaram um conjunto de redes inter-organizacionais. Tais transformações na lógica de reprodução do capital, em conjunto com um cenário de financeirização, encorajaram as corporações não-financeiras a operarem com instrumentos financeiros cada vez mais complexos e exóticos, na busca de rentabilidade extraordinária no curto prazo.

Em seguida, o trabalho procurou discutir, dentro desta problemática, a economia brasileira. O principal objetivo do segundo capítulo foi articular a dimensão macroeconômica com uma dimensão microeconômica. Mais especificamente, procurou-se entender como os diferentes períodos macroeconômicos brasileiros levaram a distintas estratégias por parte do capital nacional.

Nas décadas de 1980 e 1990, verificou-se uma postura de adequação ao contexto de forte instabilidade. A presença de constantes e intensos períodos de volatilidade macroeconômica levou à formação de expectativas e institucionalidades diferenciadas, impondo ajustamentos patrimoniais e financeiros aos agentes, tendo em vista a preservação do patrimônio existente, bem como a liquidez. Tais estratégias articularam os interesses dos setores financeiros e não financeiro. A incerteza no ambiente econômico e a alta conveniência de ganhos elevados e seguros nos títulos públicos levaram a uma estrutura menos alavancada das empresas nacionais.

Já nos anos 2000, após a estabilização monetária e a volta do Brasil ao circuito financeiro internacional, as empresas nacionais tiveram acesso a um leque maior de oportunidades, alterando suas estratégias. Neste contexto, tiveram acesso a operações financeiras mais amplas e diversas

(que iam além de títulos públicos), ao mesmo tempo em que buscaram a ampliação do seu estoque de capital, inclusive internacionalizando-se.

Tal comportamento adequa-se à proposição mais robusta Minsky de que a dinâmica cíclica influencia a tomada de decisão dos agentes, particularmente suas decisões de alocação de portfólios. Especificamente, períodos de relativa estabilidade criam as sementes para a instabilidade e para a possibilidade de crises futuras.

Desta forma, entende-se que, a partir das evidências e informações apresentadas, a hipótese lançada deste trabalho mostra-se válida. Pode-se afirmar a ocorrência de um episódio de fragilidade financeira das corporações nacionais que desencadeou uma instabilidade sistêmica. Mesmo que este estudo tenha focado a sua análise, visando uma maior concisão e coesão, em apenas uma empresa, sabe-se da ocorrência de fenômenos semelhantes de fragilidade financeira, oriundos da especulação com derivativos cambiais, em diversas outras firmas. Por fim, o desconhecimento de quais corporações e bancos operavam com esses instrumentos e os seus respectivos montantes trouxe uma profunda tensão para a economia brasileira. Em especial, naquele momento, manifestou-se o problema da atuação dos bancos privados como desestabilizadores endógenos.

Ao longo do desenvolvimento deste trabalho, um conjunto de questões foi levantado e podem sugerir agendas para pesquisas futuras, dentre elas destacam-se: i) a avaliação da evolução do grau de fragilidade financeira no setor bancário brasileiro, a datar do período de uma relativa maior solidez das variáveis macroeconômicas e maior difusão de inovações financeiras – entre 2003 e 2013 –, que se associa aos instrumentos negociados e à gestão dos passivos e ativos (ao criar, difundir e reter os "novos" produtos financeiros e, conseqüentemente, os seus riscos associados); ii) a análise do papel das regulações e de que forma pode-se pensar em atenuantes para a difusão das inovações financeiras e, por conseguinte, das crises e flutuações, e por isso, iii) o estudo sobre o big government e o big bank brasileiros, seus instrumentos e possibilidades de atuação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, J. (1994) **Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80**. Tese de doutoramento, IE/UNICAMP.
- _____. (2010) Como o Brasil superou a crise. In: CARVALHO, F. [et al.]. **Dossiê da crise II**, v.2
- ALMEIDA, J., JACOB, C., NOVAIS, L.F.(2009), O desempenho econômico-financeiro das companhias abertas entre 2002-2007 e no ano de 2008. In: BIOSOTO JR., G., NOVAIS, L.F., FREITAS, M.C. (orgs), **Panorama das economias internacional e brasileira dinâmica e impactos da crise global**. São Paulo, FUNDAP.
- ALMEIDA, J., CINTRA, M.A., JACOB, C., NOVAIS, L.F., FILLET, J. (2013), Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. In: CINTRA, M., SILVA FILHO, E. (orgs) **Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro**, Brasília : Ipea.
- ANBIMA- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. (2011) **O sistema financeiro e a economia brasileira durante a grande crise de 2008**. Rio de Janeiro.
- ANDRADE, R.; PRATES, D. (2012) Dinâmica da taxa de câmbio em uma economia monetária periférica: uma abordagem keynesiana. In: **Nova Economia**, Belo Horizonte, v.22, n.2.
- ASSAF NETO, A. (2003) **Mercado financeiro**, 5º ed. São Paulo, Atlas.
- _____. (2012) **Finanças Corporativas e Valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas.
- BACIC, M.; SILVEIRA, R.; FERREIRA DE SOUZA, M.C. (2010) Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes brasileiras. **Revista del Instituto Internacional de Costos**, nº 6.
- BARBIERI, C. (2008) Sadia tem prejuízo de R\$777,4 mi no semestre. **Folha de São Paulo**, São Paulo.
- BARRETO, R. (2011) **Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: Um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia**. Dissertação de mestrado. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.
- BELLUZZO, L. (1995) O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. In: **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4.
- _____. (2006) As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais. In: **Política Econômica em Foco**, n. 7.
- BELLUZZO, L.; ALMEIDA, J. (2002) **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- BESSADA, O; BARBEDO, C; ARAÚJO, G. (2004) **O mercado de derivativos no Brasil**, Editora Record.
- BIS (1986) “Recent Innovations in International Banking” Basle: Bank for International Settlement .
- _____. (2009) International Banking and Financial Market Developments. In: **Quarterly Review**.
- BLACK, B.; CARVALHO, A.; GORGA, E. (2010) **Corporate Governance in Brazil. Emerging Markets Review**. Elsevier.
- BM&FBOVESPA;PwC. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO). São Paulo, 2011.
- BNDES (2011) **A crise de 2008 afetou o Brasil de forma bem mais forte do que revelado na época. BNDES atuou nos bastidores**. Plataforma BNDES.
- BRAGA, J. C. A (1993) Financeirização da Riqueza, In: **Economia e Sociedade**, Campinas - S.P. UNICAMP.

- _____. (2009) Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. In: **Estudos avançados**, nº 23, São Paulo.
- _____. (2000) **Temporalidade da Riqueza**, Campinas.
- BREALEY, R.; MYERS, S. (1992) **Princípios de finanças empresariais**. Lisboa: Ed. Mcgraw-Hill de Portugal.
- BROADDUS, A. (1985). Financial Innovation in the United States—Background, Current Status and Prospects. In: **Economic Review:Federal Reserve Bank of Richmond**, 71.
- BRUNO, M. (2006) Lucro, Acumulação de Capital e crescimento econômico sob Finanças Liberalizadas: o caso brasileiro. In: PAULA, L. F. de; FERREIRA, L da R.; ASSIS, M. (org.) **Perspectivas para a economia brasileira: inserção internacional e políticas públicas**. Rio de Janeiro: UERJ.
- BRUNO, M.; DIAWARA, H; ARAÚJO, E.; REIS, A. C. e RUBNES M. (2011) Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. In: **Revista de Economia Política**, v.31, n.5 (125).
- CALDAS, M.; WOOD JR, T. (2007) Por Que as Empresas Brasileiras não são Globalmente Competitivas?. In: **E & G. Economia e Gestão**, v. 7.
- CAMPOS, E.; BERTUCCI, J.; PIMENTEL, T. (2008) **Empresas familiares longevas: Fatores que impactam sua continuidade**. Relatório de Pesquisa, Fundação Dom Cabral.
- CAMPOS,S.; ROCHA, A.; RAGAZZI, A. P. (2008) Falha em governança gerou prejuízo da Sadia. **Valor Online**. 02/10/2008.
- CAMPOS, T. (2006) Estrutura da Propriedade e Desempenho Econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. In: **Revista de Administração**, São Paulo, v. 41, n. 4.
- CANUTO, O. (1999) **Ajustamento externo, financeirização dos preços e inflação**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas.
- CARCANHOLO, M. (2002) **Abertura externa e liberalização financeira: impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90**. Tese de doutoramento. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.
- _____. (2005) **A vulnerabilidade econômica do Brasil: abertura externa a partir dos anos 90**. São Paulo Ed. Ideias e Letras.
- _____. (2010) Inserção Externa e Vulnerabilidade da Economia Brasileira no Governo Lula. In: MAGALHÃES, J. (Org.) **Os Anos Lula: contribuições críticas para um balanço crítico 2003-2010**. Rio de Janeiro, Garamond.
- CARNEIRO, R. (1999) **A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. Texto para Discussão 90. IE/UNICAMP.
- _____. (2002) **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Unesp.
- _____. (2007) **Globalização e integração periférica**. Texto para Discussão 126. IE/UNICAMP.
- CARVALHO, C.; ABRAMOVAY, R. (2004) O difícil e custoso acesso ao sistema financeiro In SANTOS, C., (org). (2004) – **Sistema Financeiro e as micro e pequenas empresas – Diagnósticos e perspectivas – SEBRAE – Brasília**.
- CARVALHO, F.; SOUZA, F.; SICSÚ, J.; PAULA, L.; STUDART, R. (2007) **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus.
- CASAGRANDE NETO, H.; SOUSA, L.; ROSSI, M. (2000) **A abertura do capital das empresas no Brasil. Um enfoque prático**. São Paulo, Atlas.
- CECON. (2009) Convênio BNDES-Cecon-IE-Unicamp-IE-UFRJ. **Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**.

_____.(2007) Convênio BNDES-Cecon-IE-Unicamp, **O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento**.

CINTRA, M. (1997) **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro**. Tese de doutoramento, IE/UNICAMP.

_____. (2000)A dinâmica do novo regime monetário-financeiro norte-americano: uma hipótese de interpretação. In: **Estudos Avançados**, vol.14, n.39 São Paulo.

CINTRA, M. (2006) **Reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005**. Política Economia em Foco nº.7, boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon), Instituto de Economia, Unicamp, nov.2005/abr.2006 (seção X).

CINTRA, M.; CAGNIN R. (2007) Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas.In: **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1.

COSTA, F. (1997) Circuito de financiamento na economia brasileira. In: **Economia e Sociedade**,Campinas, n. 9.

COSTA, F.; DEOS, S. (2002) **Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira**. Texto para Discussão n. 109. IE/UNICAMP.

COUTINHO, L. (1995) Notas sobre a natureza da globalização. In: **Economia e Sociedade**, No. 4. Campinas: IE/UNICAMP.

_____. (2011) Entrevista. In: **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9.

COUTINHO, L.; BELLUZZO,L. (1996) Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. In: **Economia e Sociedade**, No. 7. Campinas: IE/UNICAMP.

COUTINHO, L; BELLUZZO, L. (2004) “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisão de gastos em economias abertas. In: **Economia e Sociedade**, IE/UNICAMP.

COUTINHO, L.; FERRAZ, J. (org.). (1994) **Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira**. Ed. UNICAMP – Campinas, SP: Papirus.

COUTINHO, L.; RABELO, F (2001) **Corporate governance in Brazil**. OECD Development Centre.

COUTINHO, L.; RABELO, F.(2003) Brazil: keeping it in the Family. In: OMAN, C. P (Org.) **Corporate Governance in Development: the experiences of Brazil, Chile, India, and South Africa**. France: OECD Development Center; Washington: Center for International Private Enterprise.

CRUZ, P. (1984) **Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta**. Tese de doutoramento São Paulo: Brasiliense.

_____. (1995) Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. In: **Nova Economia**; Belo Horizonte, v. 5, n. 1.

CYRINO, A.; ALMEIDA, A. (2007) **Ranking transnacionais brasileiras 2007: a decolagem das multinacionais brasileiras** . Relatório de pesquisa, Nova Lima: Fundação Dom Cabral.

CYRINO, A., TANURE, B. (2009) Trajetórias das Multinacionais brasileiras: Lidando com obstáculos, Desafios e Oportunidade no processo de internacionalização. In: ALMEIDA, A.; RAMSEY, J. (orgs), **A ascensão das multinacionais brasileiras**, Rio de Janeiro, ed Elsevier-Campus.

DALLA COSTA, A.; SOUZA-SANTOS, E. (2009) Brasil Foods: a fusão entre Perdigão e Sadia. In: **Revista Economia e Tecnologia**, v.5, n.2. Universidade Federal do Paraná.

DAMODARAN, A. (2008) **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.

DELLI GATTI; GALLEGATI; MINSKY, H. (1994) **Financial Institutions, Economic Policy and the Dynamic Behavior of the Economy**. wp_126, Levy Economics Institute,

DEOS,S. (1998) A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais. In: **Ensaio FEE**, v. 19, n.2, Porto Alegre: UFRGS/IEPE.

- DUNN, S. A (2002) Post Keynesian approach to the theory of the firm, in DOW, S.; HILLARD, J. (orgs) **Post Keynesian econometrics, microeconomics and the theory of the firm- Beyond Keynes**, v.1, Inglaterra, Edward Elgar Publishing Limited.
- DYMSKI, G. (1998) "Economia de Bolha" e Crise Financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva especializada de Minsky. In: **Economia e Sociedade**, v. 11.
- EICHENGREEN, B., MATHIESON, D. (1999) Hedge Funds: What Do we Really Know?. In: **Economic Issues**, no. 19, FMI, Washington.
- FAHRI, M. (1998) **O futuro no presente: um estudo sobre o mercado de derivativos financeiros**. Campinas: Tese de doutoramento. IE/UNICAMP.
- _____. (1999) Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. In: **Economia e Sociedade** (13).
- FARHI, M; BORGHI, R. (2009) Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. In: **Estudos Avançados**, v.23, n.66, São Paulo .
- FARHI, M.; CINTRA, M. (2008) A crise financeira e o global shadow financial system. In: **Novos Estudos**, n.82. São Paulo: CEBRAP.
- FARHI, M.; PRATES, D. (2012) **The global financial crisis and the seventh stage of the evolution of the banking system**. Artigo apresentado na Joint International Conference of the Association Française d'Économie Politique (AFEP) .
- FERRY, P.; MINSKY, H. (1989) The breakdown of the IS-LM synthesis: Implications for post-Keynesian economic theory, In: **Review of Political Economy**, vol. 1, no. 2.
- FIORI, J. (1990) Sonhos prussianos, crises brasileiras: Leitura política de uma industrialização tardia. In: **Ensaio Fundação Economia e Estatística**, ano 11, nº 1, Porto Alegre.
- _____. (2007) **O poder global e a nova geopolítica das nações**. São Paulo: Boitempo .
- FOLEY, D. (1998) **Hyman Minsky and the Dilemmas of Contemporary Economic**, Method Department of Economics, Bard College, New School University, New York, NY.
- FOLHA ONLINE (2009) **A Perdigão e a Sadia fizeram pelo menos cinco tentativas de fusão**. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2009/05/567495-perdigao-e-sadia-fizeram-pelo-menos-cinco-tentativas-de-fusao.shtml>. Acesso em 24/03/2014.
- FRANCO, G. (1998) A inserção externa e o desenvolvimento. In: **Revista de Economia Política**, vol.18, nº3.
- FREITAS, M. (2011) **Desafios de financiamento de longo prazo no Brasil**. Boletim de Economia / Fundap. São Paulo.
- FREITAS, M.; PRATES, D. (2013) Crédito bancário corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas. In: **Revista de Economia Política**, vol 33, nº 2.
- FUNDAP – FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO DO ESTADO DE SÃO PAULO . (2008a) **Análise patrimonial e financeira das grandes empresas brasileiras – 2002-2007**. (Projeto de pesquisa análise econômico- financeira das companhias abertas). São Paulo.
- _____. (2008b) **O mercado de capitais brasileiro no período 2003-2007: Evolução e tendências**. Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo: Grupo de conjuntura. São Paulo.
- _____. (2008c) **O desempenho econômico-financeiro das companhias abertas no primeiro trimestre de 2008**. São Paulo.
- G1. (2009). **União de Sadia e Perdigão cria 'gigante' brasileira dos alimentos**. Disponível em http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1125247-9356,00-

[UNIAO+DE+SADIA+E+PERDIGAO+CRIA+GIGANTE+BRASILEIRA+DOS+ALIMENTOS.html](#).

Acesso em 24/03/2014.

GARCIA, E., MENDES, A. (2013) Os impasses da política econômica brasileira nos anos 90. In: **Revista FAAP**.

GARCIA, M; URBAN, F (2004) **O mercado interbancário de câmbio**. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

GEREFFI, G., HUMPHREY, J., STURGEON, T. (2005) The governance of global value chains. In: **Review of International Political Economy** 12:1

GOLDFAJN, I.; HENNINGS, K.; MORI, H. (2003) **Brazil's financial system: resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth**. Center for Research on Economic Development and Policy Reform. Stanford University. Working Paper 170.

GONÇALVES, R. (1994). **O abre-alas: A nova inserção do Brasil na economia mundial**. Rio de Janeiro: Relume Dumará.

GORGA, E. (2008) **Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries**. Trabalho apresentado no seminário 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers.

GRASEL, D. (2005) Brasil: plano real e a estabilização econômica inacabada. In: **Revista Informe GEPEC**, ano 9, n. 1.

HERMANN, J. (2002) **Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990**. Tese de Doutorado. IE/UFRJ.

HIRATUKA, C.; SARTI, F. (2011) **Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente**. Ipea.

Instituto Talento Brasil (ITV) e Instituto para Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI) (2010), **Financiamento Voluntário de Longo Prazo no Brasil – Análise e Recomendações**.

INSTITUTO BRASILEIRO de GOVERNANÇA CORPORATIVA, IBGC (2009) **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo.

JENSEN, M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. In: **American Economic Review**, v.5, n. 76.

JENSEN, M. (2000) **Value Maximization and the Corporate Objective Function**. Working Paper Harvard Business School.

KALECKI, M. (1971) **Select essays on the dynamics of the capitalist economy**. Cambridge University Press. Cambridge.

KAPLAN, S., (1998) **Top Executive Incentives in Germany, Japan and the US.: a comparison**. In: CONFERENCE ON EXECUTIVE COMPENSATION AND SHAREHOLDER VALUE, 1998, New York (NY): New York University, fev.

KEYNES, J. (1996) **Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda**. Nova Cultura, São Paulo.

KREGEL, J. (1980) Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System. In: **Journal of Post Keynesian Economics**, Fall, Vol. 3, nº 1.

_____, (1992) Minsky's 'Two Price' Theory of Financial Instability and Monetary Policy: Discounting vs. Open Market Intervention, In: FAZZARI, S.; PAPADIMITRIOU, D. (eds), **Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky**, Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.

_____. (1997) Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility, In: **Journal of Economic Issues**.

- _____. (1998) East Asia Is Not Mexico: The Difference Between Balance of Payments Crises and Debt Deflations. In: JOMO, K. (ed.), **Tigers in Trouble: Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia**, London: Zed Press.
- _____. (1999) Alternative to the Brazilian Crisis, In: **Journal of Political Economy**, vol. 19, no. 3.
- _____. (2003) Yes 'IT' Happened Again: The Minsky Crisis in Asia. In: BELLOFIORE, R.; FERRI, P. (eds), **Financial Keynesianism and Market Instability**, Cheltenham: Edward Elgar.
- _____. (2004a) Derivative and Global Capital Flows: Application to Asia. In: **Cambridge Journal of Economics**.
- _____. (2004b) External Financing for Development and International Financial Instability, **G-24 Discussion Paper Series** No. 32, Geneva, United Nations, October .
- _____. (2004c) Can we create a stable international financial environment that ensures net resources transfers to developing countries?, In: **Journal of Post Keynesian Economics**, Summer.
- _____. (2007) **The natural instability of financial markets**. Working Paper, n. 523, The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (2008a) **Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market**, Public Policy Brief n. 93, The Levy Institute of Bard College.
- _____. (2008b) **Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis**. Working Paper No. 530. Annandale-on- Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute.
- _____. (2008c) **The Discrete Charm of the Washington Consensus**. Working Paper No. 533. Annandale-on- Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute.
- KREGEL, J. BURLAMAQUI, L. (2006) **Finance, Competition, Instability, and Development Microfoundations and Financial. Scaffolding of The Economy**. Working Papers in Technology Governance and Economic Dynamics no. 4.
- KRIPPNER, G. (2005) The Financialization of the American Economy. In: **Socio-Economic Review**, vol. 3, iss. 2,.
- LAPLANE, M.; SARTI, F., (2008) Prometeo encadenado: Brasil en la industria mundial en el inicio del siglo XX. In: COUTINHO, L., PRATES, D., SILVA, J. (Orgs.). **Economia Brasileira Contemporânea**. 1 ed. Madri: Marcial Pons, 2008, v. 1.
- LAZONICK, W. (2003) **Corporate Restructuring The Oxford Handbook of Work and Organization** ACKROYD, S., BATT, R., THOMPSON, P., TOLBERT, P. (orgs) Oxford University Press.
- _____. (2011) **The Innovative Enterprise and the Developmental State: Toward an Economics of 'Organizational Success'**, paper presented at the conference of the Institute for New Economic Thinking, Bretton Woods, NH.
- LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. (2000) Maximizing Shareholder Value: a new ideology for corporate governance. In: **Economy and Society**, v.29, n.1.
- LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A. (2006) **The Development of the Brazilian Bond Market. Inter-American Development Bank Research Network**, (Working Paper).
- Levy Economics Institute of Bard College (Levy Institute). (2011) **Minsky on the Reregulation and Restructuring of the Financial System: Will Dodd-Frank Prevent "It" from Happening Again?** Research Project Report. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- LEVY-ORLIK, N. (2012) Effects of financialization on the structure of production and nonfinancial private enterprises: the case of Mexico, In: **Journal of Post Keynesian Economics / Winter 2012–2013**, Vol. 35, No. 2.
- LISBOA, M., LATIF, Z. (2013) **Democracy and Growth in Brazil** Insper, Working Paper n.311/ 2013.

- LOPES, C. F.; ANTUNES, L.; CARDOSO, M. A. (2007). Financiamento de longo prazo: mercado de debêntures e emissão da BNDESPAR. In: **Revista do BNDES**, vol. 14 n. 27.
- LOURENÇO, A (2005). O Pensamento de Minsky: Alterações de Percurso e Atualidade, In: **Economia e Sociedade**, n.28, Campinas.
- LUCCHESI, C. P.; BALARIN, R.; VALENTI, G. (2008) Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311. **Valor Econômico**. São Paulo.
- MALAN, P. (1999) **Transcrição da palestra do ministro Pedro Malan no XI Fórum Nacional do Instituto Nacional de Altos Estudos** - Inae, Rio de Janeiro .
- MATHIAS, J. (2012) Heurística positiva no programa de pensamento econômico pós-keynesiano: uma visão a partir de Minsky. In: **Análise Econômica**, UFRGS.
- MATHISON, D.; ROJAS-SUÁREZ, L. (1993) **Liberatization on the Capital Account: experiences and issues**. IMF, Occasional paper 103, Washington D.C.
- McKENZIE, R.,(2011) Casino Capitalism with Derivatives: Fragility and Instability. In: Contemporary Finance. **Review of Radical Political Economics**, 43(2).
- McCULLEY, P. (2008) The Paradox of Deleveraging Will Be Broken. Global Central Bank Focus (November).
- _____. (2010) Remarks delivered at the 19th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, “After the Crisis: Planning a New Financial, .
- McKINNON, R. (1973) **Money and capital in Economic Development**, Washington D.C.:Bookings Institution .
- MELLO, G. (2013) **Os derivativos e a crise do subprime:” a quarta dimensão” e o capitalismo contemporâneo**. Tese de doutoramento, UNICAMP.
- MENDONÇA, A.; DEOS, S. (2012) Facing the crisis: Brazilian Central Bank and Public Banking System as Minskyan Big Banks. In: **Political Economy and the Outlook for Capitalism, 2012**. Campinas.
- MENDONÇA DE BARROS, L. (1993) A moeda indexada. In: **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 2.
- MINSKY, H.(1957) Central banking and money market changes. In: **The Quartely Journal of Economics**, 71.
- _____.(1960) **Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy**, Research Studies Prepared For The Commission On Money And Credit, Research Study Two. Hyman P. Minsky Archive, paper 232.
- _____. (1975) **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press.
- _____. (1982) **Can it Happen Again?** Hyman P. Minsky Archive. Paper 155.
- _____. (1985)The financial instability hypothesis: a restatement. In: ARESTIS, P.; SKOURAS,A. **Post Keynesian Economic Theory**.
- _____.(1986a) **Stabilizing an unstable economy**. New Haven. Yale University Press.
- _____. (1986b)The crises of 1983 and the prospects for advanced capitalist economies. In: HELBURN, S.; BRAMHALL, D. (eds), **Marx, Schumpeter and Keynes: A Centenary Celebration of Dissent** (Armonk, NY: M.E. Sharpe). .
- _____. (1986c). Money and Crisis in Schumpeter and Keynes. In: WAGENER, H.; DRUKKER, J. (eds) **The Economic Law of Motion of Modern Society: A Marx-Keynes-Schumpeter Centennial** . Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- _____. (1987) **Securitization**, Handout Econ 335A, Levy archives, published as Policy Note, 2008/2, Levy Economics Institute.

- _____. (1990) Schumpeter: Finance and Evolution. In: Arnold HEERTJE, A.; PERLMAN, M. (eds) **Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics**. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- _____. (1991a) **The transition to a market economy**. Working paper n. 66, The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (1991b) **Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic**, The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (1992a) **The capital development of the economy and the structure of financial institutions**, Working Paper Number 72, The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (1992b) **Reconstituting the United States' financial structure: Some fundamental issues**, Working Paper Number 69, The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (1992c) **The Financial Instability Hypothesis**, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper no. 74.
- _____. (1992d) **Money, banking and finance and the performance of end of Millenium Capitalism**.
- _____. (1993a) **Finance and Stability: The Limits of Capitalism**. Working Paper No. 93. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute.
- _____. (1993b) Schumpeter and Finance. In: BIASCO, S.; RONCAGLIA, A.; SALVATTI, M. (ed) **Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paolo Sylos Labini**,. New York: St. Martin's Press.
- _____. (1994) **Outline for Issues in Bank Regulation and Supervision**. Paper 73. Hyman P. Minsky Archive, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on- Hudson, N.Y.
- _____. (1996) **Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies**. Working Paper 155. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.
- MINSKY, H.; FERRI, P. (1991) **Market process and thwarting systems**. Working paper n.64. The Levy Economics Institute of Bard College.
- MINSKY, H.; WHALEN, C. (1996) **Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism**. Working Paper 165. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.
- MIRANDA, J.; TAVARES, M. (2000) Brasil: estratégias da conglomeração, In: FIORI, J. (ed), **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**, Petrópolis, Brazil: Vozes.
- MIRANDA, T. (2010) **Governança corporativa numa perspectiva histórica: da firma gerencial às corporações financeiras**. Dissertação de mestrado, IE/UNICAMP.
- MOREIRA, M.; CORREA, P. (1996) **Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo**. Texto para discussão n.49, BNDES. Rio de Janeiro.
- MYERS, M. (1970) **A Financial History of the United States**. New York: Columbia University Press.
- NESSISYAN, Y.; WRAY, L. (2010) Transformation of the financial system: Financialisation, concentration and the shift to shadow banking,' In: TAVASCI, D.; TOPOROWSKI, J. (eds), **Minsky, Crisis and Development**, Basingstoke, U: Palgrave Macmillan .
- OLIVEIRA, G. (2009) **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008): teoria, evidências e peculiaridades**. Tese de doutoramento, IE/UNICAMP.
- _____. (2010) O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: MARCOLINO, L.; CARNEIRO, R. (orgs) **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil do Plano Real à crise financeira**, São Paulo : Publisher Brasil e editora Gráfica atitude Ltda.

- PAINCEIRA, J.; CARCANHOLO, M. (2009) **A Crise Alimentar e Financeira: a lógica especulativa atual do capital fictício**. Anais do XXVII Congresso da Associação Latinoamericana de Sociologia – ALAS, Buenos Aires.
- PAPADIMITRIOU, D.; WRAY, L. (1997) **The economic contributions of Hyman Minsky**. In: ROPE10(2).
- PAPADIMITRIOU, WRAY, R. (2008) **Stabilizing an Unstable Economy**, Introduction. McGraw-Hill (eds). Nova York.
- PAULANI, L.(2009) A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. In: **Estudos Avançados**, São Paulo.
- _____. (2011) Brazil in the Crises of the Finance-Led Regime. In: **Review of Radical Political Economics**, v. 42.
- PEREIRA, T. (1999) **Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa**. Dissertação de mestrado, IE/UNICAMP.
- _____. (2000) Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira. In: **Economia e Sociedade**, Campinas, v.14.
- PLIHON, D.(1996) Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano). In: **Economia e Sociedade**, Campinas, (7): 85-127.
- PRATES, D.(1997) **Abertura financeira e vulnerabilidade externa : a economia brasileira na década de noventa**. Tese de doutoramento, UNICAMP, Campinas.
- _____. (2010) O efeito-contágio da crise global sobre os países emergentes. In: **Dossiê da Crise II**. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira.
- PROJETO DE PESQUISA IE/UNICAMP, IE/UFRJ e BNDES. (2008/2009)**Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Relatório síntese.
- RABELO, F. (1996) Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance. Lições para os mercados emergentes. In: COUTINHO, L (Org.) **Fundos de pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina**. São Paulo: IE/UNICAMP e ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada).
- RABELO,F.; SILVEIRA, J. (1999)**Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 77.
- REZENDE, F. (2011) The Structure and the Evolution of the U.S. Financial System, 1945–1986: A Minskian Approach Explaining the Emergence of Shadow Banking, In: **International Journal of Political Economy**, vol. 40, no. 2.
- ROBITAILLE, P. (2011) **Liquidity and Reserve Requirements in Brazil**. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers.
- ROCCA, C.(2008) A sustentabilidade do mercado de capitais e a recente turbulência internacional In: VELLOSO, J. et al. **Revolução no mercado de capitais do Brasil: o crescimento recente é sustentável?**. Rio de Janeiro: IBMEC.
- ROCHA, M.(2013) **Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma História Recente do Grande Capital Brasileiro**, Tese de doutoramento, IE/UNICAMP.
- ROSSI, P. (2012)**Taxa de câmbio no Brasil: Dinâmicas de especulação e arbitragem**. Tese de doutoramento. IE/UNICAMP.
- ROSSI JÚNIOR, J. (2007) The use of currency derivatives by Brazilian companies: an empirical investigation. In: **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2.

- _____. (2008) **A Utilização de Derivativos Agrega Valor à Firma. Um estudo de caso brasileiro.** Editor científico: Organizadores de Fórum.
- RUIZ, R. (1994) **Estratégia empresarial e reestruturação industrial (1980-1992): um estudo de grupos econômicos selecionados.** Dissertação de mestrado IE/UNICAMP.
- RUIZ, R. (1997) The Restructuring of the Brazilian Industrial Groups between 1980 and 1993. In: **CEPAL Review**, n. 61.
- SADIA. (2006a) **SADIA Release 4º trimestre de 2005.**
- _____. (2006b) **Demonstrações financeiras 2006 e 2005.** Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/snc/Sadia_2006.pdf. Acesso em 01/07/2014.
- _____. (2007) **Demonstrativo de resultados de 2007.** Disponível em: http://sadia.foinvest.com.br/static/ptb/arquivos/SADIA_ra2007_Port.pdf. Acesso dia 1/07/2014.
- _____. (2008) **Relatório de resultados da SADIA relativo ao terceiro trimestre de 2008.**
- _____. (2009) **Relatório anual 2008.**
- SAITO, R.; SCHIOZER, R. (2005) Uso de derivativos em empresas não-financeiras listadas em bolsas no Brasil. In: **Revista de Administração**, v.42. n.1. São Paulo.
- SANTOS, D. (2006) Debêntures: um instrumento moderno de aplicação e captação de recursos. In: **Revista do BNDES**, vol. 14. 13, nº. 26.
- SARTI, F.; LAPLANE, M. (2002) O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 90. In: **Economia e Sociedade**, v. 11.
- SHAW, E. (1973) **Financial Deeping in Economic Development.** Oxford University Press, N.Y.
- SILVA, A. (2006) **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma.** São Paulo.
- SILVA, B.; PINESE, H. (2010) **A crise financeira internacional e o efeito dos derivativos cambiais: a operação de Target Forward da Aracruz Celulose.** Artigo apresentado na XII SEMEAD-FEA-USP.
- SILVA, L.(2012) **Teoria econômica, progresso técnico e desenvolvimento: a experiência brasileira de política industrial e tecnológica.** Tese de doutoramento, UFF.
- SILVA, L.; HARRIS, R. (2012) **Sailing through the Global Financial Storm: Brazil's recent experience with monetary and macroprudential policies to lean against the financial cycle and deal with systemic risks.** Trabalhos para discussão do Banco Central do Brasil.
- SINGH, A. (2002) Competition, Corporate Governance and Selection in Emerging Markets. In: **The Economic Journal**, 113, v. 491.
- STOCKHAMMER, E. (2004) Financialization and the slowdown of accumulation. In: **Cambridge Journal of Economics**, n. 28.
- _____. (2008) **Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime.** Artigo apresentado no seminário CEPN, MSH Paris-Nord, 4 de abril de 2008.
- _____.(2010) **Financialization and the Global Economy.** Workingpaper series, 240.
- SUMMERS, L. (1998) **Deputy Secretary Summers Remarks before the International Monetary Fund.** U.S. Government Press Release.
- TAVARES, M. (1974) **Acumulação de capital e industrialização no Brasil.** Tese de livre docência. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- _____. (1977) **Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro.** Rio de Janeiro, Zahar Editores .

- _____.(1986) **Acumulação de capital e industrialização no Brasil**. Campinas, Editora da Unicamp.
- _____.(1993) As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. In: _____, FIORI, J. L. **(Des)ajuste global e modernização conservadora**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- _____. (2006) Investimento brasileiro no exterior: panorama e considerações sobre políticas públicas. In: **CEPAL, Serie Desarrollo Productivo**, Santiago de Chile núm.172.
- _____, BELLUZO, L. (1986) Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. REGO, J. M. (org.). **Inflação inercial, teorias sobre a inflação e o Plano Cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- TAVARES, M.; MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da economia americana. In: TAVARES, M.; FIORI, J. (org.). **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo, Editora Vozes, 1998.
- TEIXEIRA, A. (2010) **A utilização de derivativos agrega valor a firma?** Dissertação de mestrado. IBMEC.
- TORRES JR, E. (2008) Entendendo a crise do subprime. In: **BNDES, Visão do desenvolvimento**, n.44.
- TYMOINGNE, E.(2006) **The Minskyan System, Part II: Dynamics of the Minskyan Analysis and the Financial Fragility Hypothesis**. The Levy Economics Institute Annandale-on-Hudson.
- _____. (2010) **Detecting Ponzi Finance: an evolutionary approach to the measure of Financial Fragility**. The Levy Economics Institute Annandale-on-Hudson.
- TYMOINGNE, E., WRAY, L. (2013) **Rise and fall of Money Manager Capitalism: Minsky's half century from world war two to the great recession** (Routledge Critical Studies in Finance and Stability). Routledge (eds).
- VALENTE, G.; ROCHA, A. (2009) Contratos provocam prejuízos recordes. **Valor Econômico**. São Paulo.
- VERVLOET, W.; GARCIA, M. (2010) Incentivo perverso das reservas internacionais: o caso das empresas exportadoras brasileiras. In: **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, n. 102.
- VIEIRA, E., CORRÊA, V. (2000) Aplicações dos fundos de pensão e os ambientes institucionais - a influência da regulação e das estruturas de corporate governance e algumas indicações para o caso brasileiro. In: **Revista Econômica do Nordeste**, Fortaleza, v. 31.
- WHALEN, C. (1999) **Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development**. Working Paper 277. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.
- _____. (2001) Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development. **Journal of Economic Issues**, no. 4.
- _____. (2002) Money Manager Capitalism: Still Here, But Not Quite as Expected. In: **Journal of Economic Issues**, no. 2.
- WOOD JR, T; CALDAS, M. P.(2007) Empresas Brasileiras e o Desafio da Competitividade. In: **RAE. (Revista de Administração de Empresas)**, v. 47.
- WRAY, L. (1990) **Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach**. Aldershot, UK: Edward Elgar.
- _____.(2008a) **The commodities market bubble: Money Manager Capitalism and the Financialization of Commodities**. Levy Institute: public policy brief n. 96.
- _____.(2008b) **Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?**. Public Policy Brief No. 94. Annandaleon- Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. April.
- _____. (2009) The rise and fall of money manager capitalism: A Minskian approach, In: **Cambridge Journal of Economics**, vol. 33, no. 4.

_____. (2010) **Money**. Working Paper n. 647. Annandaleon- Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute