



1290005307

TCC/UNICAMP
C279e
IE

*Pugares, Brasil
Crise financeira*

CEDOC - IE - UNICAMP

As empresas e a crise

ALEX SANDRO RODRIGUES DE CASTRO

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da UNICAMP sob a orientação
do Prof. JÚLIO SERGIO GOMES DE ALMEIDA

Almeida, Julio Sergio Gomes de

Campinas, 2010

901100264

“ Tudo é movimento irregular e contínuo,
sem direção e sem objeto ”

Michel de Montaigne (1533-1592)

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1 - TEORIAS DE INVESTIMENTO E DE ESTRUTURA DE CAPITAL	3
1.1 - Variações sobre a reprodução ampliada: ou o padrão de financiamento das empresas	3
1.2 - Novas fronteiras da acumulação: “financeirização” da empresa produtiva	8
1.2.1 - Derivativos	11
CAPÍTULO 2 - AS EMPRESAS BRASILEIRAS ANTES DA CRISE	13
2.1 - Nota sobre o contexto macroeconômico recente	13
2.2 - Lucro empresarial	16
2.2.1 - Lucro: Bens comercializáveis vs não-comercializáveis	18
2.2.2 - Indústria, Serviços e Comércio	19
2.3 - Passivo	27
2.4 - Ativo	30
CAPÍTULO 3 - AS EMPRESAS E A CRISE	34
3.1 - Nota sobre a crise global de 2008/2009	34
3.2 - Crise e Reações Empresariais	37
3.3 - Padrão de Financiamento	45
3.4 - Padrão de Investimento	51
CONCLUSÃO	57
METODOLOGIA E DADOS ADICIONAIS	62
BIBLIOGRAFIA	65

INTRODUÇÃO

O desempenho das empresas brasileiras de grande porte na recente década e as suas reações à crise internacional de 2008/2009 constituem o tema deste trabalho, que se desenvolve com base em uma pesquisa sobre o padrão de financiamento e investimento das instituições não-financeiras no Brasil realizada em convênio entre a Fundação Economia de Campinas (FECAMP), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pesquisadores da Universidade Estadual de Campinas e da Universidade Federal do Rio de Janeiro¹. O relatório da pesquisa reúne dados sobre o desempenho econômico-financeiro, as formas de financiamento e as transformações nas estruturas de ativos e passivos de 172 empresas brasileiras de capital aberto entre os anos de 1998 e 2008². A escolha da amostra se justifica pela fatia substancial e crescente das vendas, do excedente operacional e do lucro líquido pertencente a essas corporações. E também pela participação considerável no investimento produtivo e nos postos de trabalho formal gerados no país.

Tabela I.1. Participação percentual da amostra de empresas (Receita Líquida, Lucro Operacional e Lucro Bruto) no Produto Interno Produto a preços de mercado

Período	Produto Interno Bruto (valores nominais em R\$ milhões)	Receita Líquida	Lucro Operacional	Lucro Líquido
		em % do PIB		
1998	979.275	14	0,9	1,2
1999	1.065.000	16,3	0,2	0,5
2000	1.179.482	19,5	2,5	2,2
2001	1.302.136	21,1	2,2	1,8
2002	1.477.821	21,3	0,7	0,2
2003	1.699.949	22,8	3,4	2,3
2004	1.941.497	23,9	3,9	2,6
2005	2.147.238	24,5	4,3	3
2006	2.369.797	24,8	4,3	2,9
2007	2.596.611	26,3	4,8	3,2
2008 ³	2.889.719	27,9	4,1	2,9

Fonte: Contas Nacionais (IBGE) e Balanços Patrimoniais e Demonstrações financeiras

Nota: para o ano de 2008 a amostra se reduz para 157 empresas.

Partindo deste conjunto de informações, este trabalho se organiza da seguinte maneira:

O primeiro capítulo aborda as variedades nacionais de desenvolvimento do capitalismo, as teorias sobre a estrutura de capital e os determinantes do investimento.

O segundo capítulo descreve a trajetória de variáveis-chave da estrutura patrimonial e financeira das companhias brasileiras e analisa seu desempenho, buscando identificar as relações bilaterais entre as reações empresariais e o ambiente macroeconômico no passado recente do Brasil.

O biênio 2008-2009 é tratado em capítulo à parte para que sejam identificados os impactos da crise internacional e avaliadas as perspectivas de recuperação econômica.

Após as conclusões, uma seção final, à guisa de apêndice, apresenta os aspectos metodológicos, a composição dos indicadores e a base de dados.

(1) Relatório do Subprojeto "Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil" (Campinas, agosto de 2009) parte do projeto de estudos do consórcio BNDES/Fecamp/Unicamp/UFRJ, sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos.

(2) O número se reduz para 157 empresas no ano de 2008, para as quais não estavam disponíveis informações contábeis no encerramento da pesquisa.

1. TEORIAS DE INVESTIMENTO E DE ESTRUTURA DE CAPITAL

Este primeiro capítulo cuida de sintetizar as diversas correntes da literatura teórica e apresentar os diferentes trabalhos empíricos sobre os temas do financiamento e do investimento das firmas. Na primeira seção, são feitas considerações sobre o modo pelo qual as firmas financiam os seus ativos, e, em seguida, passa-se ao estudo do padrão de investimento da empresa moderna de grande porte; em ambas as seções, procura-se não perder de vista o papel dos condicionantes históricos e institucionais na evolução do padrão de crescimento, gestão e financiamento das grandes corporações.

1.1 Variações sobre a reprodução ampliada: ou o padrão de financiamento das empresas

Marx, no capítulo XXII de "O Capital", descreve a reprodução ampliada como momento decisivo do sistema capitalista, no qual a mais-valia torna à engrenagem do processo de produção, donde se originou, para se retransformar em capital e ampliar seus frutos em escala ampliada.

"Tampouco nos interessa, *no momento*, se os capitais adicionais são juntados ao capital original ou são separados dele para uma valorização autônoma; se o mesmo capitalista que os acumulou os explora, ou se ele os transfere a outros. Apenas não devemos esquecer que, ao lado dos novos capitais formados, o capital original continua a se reproduzir e a produzir mais-valia e que o mesmo vale para cada capital acumulado em relação ao capital adicional por ele produzido" (Marx, 1968: p. 215, vol. 2)

Embora àquela época não contasse com bancos de dados tão extensos e detalhados como os de hoje, Marx sabia melhor do que qualquer outro economista descrever as fontes e as peripécias dos capitais particulares que vão alimentar o processo de expansão capitalista no mundo real. E sobretudo reconhecia a importância crucial da transformação de mais-valia em capital.

E, atualmente, quais são os dilemas e constrangimentos enfrentados pelo capitalista (ou a firma) na encruzilhada do processo de reprodução em escala ampliada. Que fatores identificados pela literatura influenciam as decisões de estrutura financeira das firmas? Existe um orçamento de capital ótimo entendido como aquela estrutura passiva que minimiza o custo do capital para a empresa?

De um lado, o teorema da irrelevância de Modigliani e Miller afirma que, num contexto livre de impostos, risco de dificuldades financeiras ou quaisquer outras imperfeições de mercado, a decisão de estrutura de capital carece de importância. Qualquer proporção entre capital próprio e de terceiros escolhida para financiar um projeto de investimento levará ao mesmo resultado líquido, positivo ou negativo, sem afetar sua taxa de retorno. E por extensão, o valor da empresa entendido como o valor total de seus títulos (ações e dívidas) não pode se alterar com mudanças em sua estrutura financeira. Logo, a decisão de investir se pautaria estritamente por variáveis "reais", tais como demanda, produtividade, progresso técnico e preços relativos dos fatores produtivos, que determinariam a viabilidade econômica de um projeto de investimento (Zonenschain, 1998). Não cabendo aos fatores financeiros um papel decisivo, mas apenas de facilitador. Eis os fundamentos da teoria neoclássica do investimento.

No entanto, a hipótese de que as diferentes formas de financiamento (lucros retidos, ações ou dívidas) são plenamente intercambiáveis (substitutos perfeitos entre si) somente é válida na ausência de impostos, caso contrário a estrutura de capital torna-se relevante e altera o valor dos títulos da empresa. Quando a legislação fiscal permite que os juros devidos aos credores pelo uso do capital de terceiros sejam considerados despesas, podendo assim ser deduzidos do lucro antes da tributação, tem-se uma espécie de subsídio ao financiamento por meio do capital de terceiros. O valor da empresa torna-se uma função positiva do grau de endividamento, criando um forte incentivo para que as empresas componham suas estruturas de capital quase inteiramente com capital de terceiros. Como, na prática, as empresas em todos os países possuem níveis de endividamento apenas moderados, outros elementos além de impostos devem ser considerados para explicar a decisão de financiamento, quais sejam:

1) custos de dificuldades financeiras, que podem ser diretos, como despesas judiciais e administrativas decorrentes de situação falimentar ou concordatária, ou custos indiretos, como a redução da capacidade de operação da empresa; 2) os custos de agenciamento (conflitos entre acionista e credores); 3) assimetria de informações (há

opções de financiamento que revelam mais ou menos informações privadas da firma); 4) problemas de seleção adversa, etc.¹ Ao lado destes fatores explicativos que variam de país para país, atuam fatores relativos à firma e ao setor de atividade.

Outra restrição de peso ao uso do endividamento se encontra na aplicação do princípio do risco crescente de Michael Kalecki à atividade creditícia. A concessão do crédito bancário está sujeita a uma avaliação da capacidade de pagamento da empresa tomadora que leva em conta seu faturamento bruto atual. Vale dizer, os critérios convencionais de análise de risco de crédito adotados pela maior parte dos bancos comerciais determinam que a prestação máxima (juros mais amortização) que uma empresa teria condições de honrar em um financiamento deve ser limitada a uma fração de suas receitas correntes. Este fator, relacionado ao tamanho da firma, tem seus efeitos majorados no Brasil, onde as altas taxas de juros e os prazos curtos dos contratos praticados pelo sistema bancário contribuem adicionalmente para reduzir os valores máximos liberados em financiamentos.

Por outro lado, teorias tradicionais como a *pecking order* enfatizam a existência de uma hierarquia entre as fontes de financiamento, ou seja, existe uma preferência das firmas por recursos próprios a recursos de terceiros e, quando estes últimos se fazem indispensáveis, aquelas recorrerão primeiro ao endividamento e depois à emissão de ações. A preferência por fontes internas às externas pode explicar-se pela razão estratégica de que as firmas devem preservar as informações sobre seus ativos mais valiosos e seu "*modus operandi*", o que seria prejudicado no recurso às fontes externas.

Quanto às fontes externas, por sua vez, os empréstimos são preferidos às participações devido aos riscos maiores para as firmas advindos da possibilidade de aquisição hostil e, para investidores, da prioridade secundária no recebimento em caso de *default*.

(1) Uma apresentação didática das proposições de Modigliani e Miller e de outros temas de administração financeira pode ser encontrada em Ross *et alii* (1996).

E de um ponto de vista sistêmico, a questão de como se financia a acumulação de ativos é relevante para o desenvolvimento econômico ? Há relação entre o sistema financeiro e o crescimento econômico ? Ou ainda, quais “escolhas” (institucionais ou de política econômica) podem ser feitas para reduzir a escassez, facilitar o acesso e diminuir o custo do capital, e dessa forma, criar incentivos ao investimento produtivo ?

Uma linha de pesquisa salienta a importância do sistema financeiro (leia-se mercado de capitais) em 1) mobilizar poupança, 2) alocar capital, 3) exercer controle corporativo e 4) facilitar a gestão de risco. Carneiro (2009a) observa que a linha de força desta corrente teórica são as abordagens críticas à “repressão financeira”.

Seus autores argumentam que um atributo do mercado de capital fundamental ao crescimento econômico é a liquidez. Embora muitos dos investimentos de grande envergadura e com alto retorno demandem imobilização a longo prazo do capital, os detentores de riqueza não se inclinam facilmente à ideia de desfazer-se da posse de sua poupança por longos períodos. A liquidez do mercado de capitais se presta a mitigar essa tensão ou “inquietação” keynesiana ao oferecer aos proprietários da riqueza ativos dos quais possam se desfazer de forma rápida e sem perda de valor.

No entanto, se o aumento da oferta de fundos para o investimento depende do combate à alocação muito concentrada da poupança no curto prazo, o excesso de liquidez, por outro lado, pode alimentar um ciclo de inflação de ativos, criando inovações financeiras de alto risco e multiplicando a riqueza fictícia. O sistema se torna menos propício aos investimentos, porque mais propenso à volatilidade de preços e à especulação, levando a flutuações mais frequentes e intensas das taxas de juros e dos preços. Desequilíbrios desta natureza estiveram na raiz do “padrão recente [pré-crise] de crescimento da economia dos Estados Unidos, no qual o gasto privado, de consumo e investimento, perdeu as conexões com os rendimentos, adquirindo uma crescente correlação com o valor do patrimônio formado pela riqueza imobiliária e mobiliária” (Carneiro, 2009b: p. 21).

Um sistema baseado em mercado, advogam os autores mais liberais, pode promover alocação mais eficiente do capital, já que projetos de investimento duvidosos não seriam financiados no mercado. Além disso, um maior controle sobre a corporação seria exercido pelos mercado de ações, que é um “rigoroso disciplinador”. Contudo, como se viu em episódios recentes, muitas empresas produtivas aproveitaram o *boom* do mercado de capitais, realizando emissões (primárias ou secundárias) para “fazer caixa”

ou dar saída para sócios, e não necessariamente investir – pelo menos não em ativos fixos. Outro fator que dificulta a efetiva controle corporativo é a maior pulverização do controle acionário em mercados de ações desenvolvidos.

A experiência mostra que a gestão de riscos, por sua vez, obteve tanto benefícios quanto desvantagens, em medidas similares, da presença de um mercado de capitais sofisticado. A administração financeira ganhou proeminência como centro decisório dentro das empresas produtivas, e sua atuação, por vezes, foi além da mera diversificação dos riscos das atividades operacionais das firmas e se aventurou na busca de ganhos especulativos com decisões arrojadas de investimento e estrutura financeira.

Em contrapartida, sistemas baseados em instituições financeiras (*credit based*)¹ tendem a cumprir com mais eficiência a função de 1) mobilizar poupança, pois “um banco pode captar recursos no curto prazo, operar altamente alavancado e investir em ativos de longo prazo e ilíquidos” (Cintra & Farhi, 2008: p. 36); 2) alocar capital, já que bancos podem direcionar os recursos do crédito, controlando até certo ponto sua aplicação; 3) controle corporativo, que o banco exerce ao condicionar a concessão de financiamentos à obtenção de determinado *rating* por parte da empresa, que é calculado em função de boas práticas administrativas e desempenho satisfatório em algumas contas de desempenho econômico-financeiro, etc.

Por fim, ainda que regressões estatísticas² apontem para alguma correlação entre mercados de capitais fortes e crescimento econômico de longo prazo, como esta evidência se concilia com o fato de que mesmo mercados de capitais desenvolvidos têm papel pouco significativo como fontes de financiamento corporativo na maioria dos países (Mayer, 1990) ?

(1) Esta seção utiliza conceitos elaborados por Zysman (1983), autor de célebre tipologia dos diferentes modelos nacionais de financiamento, que podem ser: baseados em mercado de capitais (*market based*), ou no sistema bancário (*credit based*), ou ainda, em um sistema misto.

(2) Detalhes sobre regressões *cross-section* e outras referências em Levine & Zervos (1996).

1.2 Novas fronteiras da acumulação: “financeirização” da empresa produtiva

No mundo pós-Bretton Woods, a reconfiguração do capitalismo mundial se assentou em três movimentos simultâneos: i) desregulamentação dos mercados monetário e financeiro, marcados por crescente volatilidade dos juros e do câmbio; ii) descompartimentalização: determinada pela tendência à universalização dos bancos e pela convergência estrutural dos sistemas bancários nacionais; iii) desintermediação: caracterizada pela emergência de novas instituições que atuam como bancos sem sê-lo e pelo avanço da securitização, processo pelo qual a emissão de títulos torna-se cada vez mais importante como mecanismo de financiamento em relação ao crédito bancário. (Chesnais, 1998).

A lógica financeira de valorização do capital no curto prazo passa a permear o comportamento de todos os agentes relevantes da economia. No caso das empresas produtivas modernas, a incorporação da lógica especulativa se fez pelas mãos de seus novos sócios-proprietários, os investidores institucionais, entidades que mobilizam massas gigantescas de riqueza líquida (fundos de pensão, companhias de seguro, fundos mútuos).

“A partir dos anos 60, as corporações industriais começaram a adotar práticas financeiras mais arriscadas e inéditas, tanto no modo de bancar seus investimentos produtivos quanto na procura de uma rentabilidade geral, operacional ou não-operacional” (Braga, 1997)

Algumas destas práticas são ressaltadas por Braga (1997):

- manobras estritamente patrimoniais na busca de ganhos de capital;
- práticas de arbitragem nos mercados de crédito;
- financiamento a empresas vinculadas a seus *networks* técnico-produtivos (fornecedores e cooperadas);
- esquemas de *funding* otimizadores das oportunidades do mercado bancário, de *securities*, e pelos fiscos nacionais;
- estratégias de depreciação de capital fixo
- esquemas temporais adequados no plano das posições credoras/devedoras, segundo as oportunidades de mercado.
- gestão de caixa centralizada visando à liquidez estratégica por meio da posse

permanente de moedas conversíveis e ativos quase-moeda, etc.

Estas transformações no padrão de crescimento, gestão e financiamento da empresa moderna industrial foram reforçadas por um conjunto de regras e padrões de comportamento criados pelo mercado, conhecido por *corporate governance*, cujo objetivo é induzir as companhias a maximizar o valor dos acionistas (*shareholder value*).

As reações da empresa capitalista, em qualquer circunstância, se pautam pela defesa ativa da sua rentabilidade, promovendo mudanças em suas estruturas de capitais e de ativos em face do comportamento da economia e das características da política econômica, segundo Almeida (1994). E no caso específico do mundo pós-Bretton Woods, a "financeirização" foi a forma de proteção e reação encontrada pelas empresas contra o ambiente de alta instabilidade e baixo crescimento. Dessa forma, os resultados das empresas nunca são passivamente determinados pelo ambiente macroeconômico.

Por seu turno, o próprio desempenho da economia nacional é afetado pelas alterações na estrutura de ativos e passivos determinadas pela postura defensiva das empresas. A notável capacidade financeira de que são dotadas as grandes corporações modernas, mercê das grandes massas de riqueza líquida que operam, as coloca em condições de desempenhar papel determinante na valorização e desvalorização dos ativos, inclusive moedas nacionais (Braga, 1997). Estas inter-relações entre a microeconomia e a macroeconomia somente são capturadas por um enfoque analítico integrado.

Ao lado das transformações vistas acima no padrão de acumulação da moderna empresa industrial, outro mecanismo importante destas inter-relações entre micro e macroeconomia é descrito pela hipótese da instabilidade macroeconômica, com capacidade especial para explicar a dinâmica do investimento nas economias subdesenvolvidas, em geral, e do Brasil, em particular. Nos últimos vinte e cinco anos, a instabilidade da demanda efetiva no país provocou altos e baixos na taxa de utilização da capacidade produtiva do trabalho e do capital, gerando hiatos entre a capacidade instalada – o PIB potencial – e o PIB real. Estes hiatos de demanda efetiva e a volatilidade de certas variáveis macroeconômicas, como a taxa de câmbio real, têm causado efeitos negativos de longo prazo sobre a taxa de investimento, as atividades exportadoras, o esforço de inovação das empresas brasileiras, o desenvolvimento de pequenas e médias empresas e a precariedade do mercado de trabalho (CEPAL, 2010: p. 52).

As decisões de investimento e de estrutura de capital das empresas consideram

risco e retorno de forma análoga às decisões dos agentes superavitários (investidores/sócios/credores) que se dispõem a financiá-las. O risco empresarial é amplificado em economias de alta instabilidade, tanto da demanda efetiva como de certas variáveis macroeconômicas fundamentais. Dessa forma, a instabilidade e a incerteza diante do vaivém da conjuntura econômica nacional aumenta a preferência por liquidez das empresas. No Brasil, mais do que apenas volatilidade, alguns macropreços-chave (taxa de câmbio e taxa de juros) permaneceram durante boa parte das décadas de 1990 e 2000 “fora de lugar”: câmbio alto e taxa de juros elevada.

Razão dos baixos níveis de investimento, a elevada preferência pela liquidez bloqueia um passo crucial da acumulação de capital: a transformação de poupança em capital. Carneiro (2009a) têm em mente o peso desta dificuldade quando afirma que “o principal problema do financiamento do desenvolvimento não é a escassez de poupança, mas sua alocação muito concentrada no curto prazo ou, dito de outro modo, a excessiva preferência pela liquidez”.

A economia brasileira amargou vinte anos de lento crescimento nos anos 80 e 90, que pode ser atribuído principalmente ao comportamento errático do investimento, sempre abaixo do nível desejado. A expansão da demanda efetiva do período recente de 2003-2007 foi o tempo de estabilidade necessário para que começasse a se esboçar um ciclo triplo de crédito, investimentos e ativos interrompido pela crise de 2008.

Além da hipótese da instabilidade macroeconômica citada acima, há outras interpretações para o fenômeno dos baixos investimentos empresariais que merecem ser comentadas:

A tese da insegurança jurídica defendida, entre outros, por Bacha (2005), que *grossa modo* prega que a proteção ao credor e ao investidor tem um impacto favorável sobre o custo do capital e a oferta de fundos e, conseqüentemente, sobre a decisão de investimento; a hipótese de que constrangimentos oriundos do elevado patamar da taxa de juros em razão da baixa poupança doméstica e da canalização sistemática da poupança para financiamento de *deficit* públicos inviabilizem taxas elevadas de investimento (Hermann, 2003), etc.

1.2.1 Derivativos

A busca de resultados de curto prazo pela qual se orientaram todas as atividades corporativas esteve relacionada à importância cada vez maior de complexos instrumentos financeiros no porta-fólio de ativos das empresas produtivas modernas. Dentre estes, as diversas modalidades de derivativos¹ foram encampadas com peculiar interesse por parte das empresas.

A característica singular que define o derivativo é a possibilidade de “negociar no presente o valor futuro de um ativo” (Farhi, 1998: p.8). Suas propriedades o recomendam como instrumento de gerenciamento de risco, provendo *hedge* a produtores/*traders* em cujas atividades os preços e/ou taxas sejam sobretudo voláteis. Em princípio, o derivativo seria um instrumento ideal para a proteção da renda corrente de produtores de *commodities* e/ou exportadores de países emergentes, dada a maior volatilidade dos preços e da taxa de câmbio que são marcantes nestes casos. Todavia, tendo em vista a capacidade ímpar dos derivativos de multiplicar e replicar potenciais ganhos ou perdas por fatores “desconhecidos”, sua utilização logo exorbitou da função precípua de cobertura de riscos, difundindo-se como instrumento poderoso de ganhos de capital.

Na crise global de 2008, a reversão da farta liquidez e a valorização abrupta do dólar revelaram que corporações produtivas nacionais e de outras economias emergentes haviam se excedido no processo de alavancagem e nas apostas especulativas em mercados de derivativos. Em algumas delas, as perdas financeiras eram de tal magnitude que foram colocadas sob investigação. A Polícia Federal brasileira, por exemplo, apontava que as perdas bilionárias da Sadia podiam não ser resultado apenas de apostas mal-fadadas em mercados futuros de dólar, mas de fraudes cambiais praticadas com o uso de adiantamentos de contrato de câmbio (ACC) .

O volume de ACCs incompatível com as exportações da empresa levantava suspeitas de que a Sadia houvesse burlado o sistema de registro do Sisbacen (na contratação) e do Siscomex (embarque e exportação)².

(1) Para tratamento em profundidade do assunto, ver FARHI, Maryse. *O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros*. Campinas: IE/Unicamp (Tese de Doutorado), 1998.

(2) Para mais detalhes, ver reportagem “Sadia diz que operações com câmbio são regulares”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 17 mar. 2010. Caderno Dinheiro, p.7.

Diante destes excessos nos mercados futuros, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) reforçou a regulamentação das instituições não-financeiras, editando a instrução normativa nº 550 (retroativa a Setembro de 2008), a partir da qual as empresas de capital aberto passaram a divulgar trimestralmente as seguintes informações:

- i) a política de *hedge* adotada,
- ii) o nível de exposição aos diversos fatores de risco,
- iii) ganhos ou perdas com derivativos.

2. AS EMPRESAS ANTES DA CRISE

O objetivo deste capítulo é descrever o desempenho econômico-financeiro e as mudanças da estrutura patrimonial das grandes empresas brasileiras de capital aberto ao longo de dois períodos da história recente do país: 1998-2002 e 2003-2007. Investiga-se o comportamento da economia como um todo, e, principalmente, a forma como este condicionou a evolução das condições de lucro, do endividamento e da estrutura de ativos e de capital da grande empresa nacional. Não sem antes uma breve referência ao passado macroeconômico recente.

2.1 Nota sobre o contexto macroeconômico recente

Pode-se dizer que depois de uma fase de ajuste do Plano Real, em que o principal objetivo da política econômica era o combate ao processo inflacionário, começaram a manifestar-se graves desequilíbrios provocados pelas medidas de combate à inflação. O câmbio sobrevalorizado, no contexto de abertura comercial, impunha disciplina aos preços domésticos por meio da concorrência dos produtos importados, mas aprofundava o desequilíbrio comercial a longo prazo. As taxas de juros mantidas em patamares elevados, de um lado, continham o ímpeto do consumo causado pelo queda da relação câmbio/salário e pela expansão do crédito direto ao consumidor e, de outro, serviam para manter o diferencial entre os juros internos e externos, favorecendo processos de arbitragem do capital externo essenciais ao ajuste das contas externas e à manutenção da taxa de câmbio valorizada. Ao cabo, o país acumulou grandes *deficit* em transações correntes e um enorme passivo externo como preço da estabilização, tornando-se presa de uma vulnerabilidade permanente aos ataques especulativos.

O frágil quadro assim composto da economia brasileira iria ser gravemente abalado pela sucessão de crises internas e externas no primeiro período da análise (1998-2002), caracterizando-se pela alta instabilidade e pelo baixo desempenho. Após as crises do sudeste asiático e da Rússia, ocorre forte desvalorização cambial em 1999; o repique inflacionário que se segue é combatido com a elevação brutal das taxas de juros e os seus efeitos contracionistas. O ano de 2000 transcorre em ambiente de relativa calma e

modesto crescimento, mas antes que houvesse recuperado seu dinamismo, a economia brasileira é atingida, em 2001, pela crise de racionamento energético, e, em 2002, por nova crise cambial por ocasião do pleito presidencial no qual o medo dos financiadores externos à vitória iminente do postulante opositorista deflagrou a escalada do risco-país e fuga de capitais.

O segundo período (2003-2007) exibiu um dinamismo econômico inédito decorrente da farta liquidez internacional e do aumento do nível de atividade global. A expansão do comércio internacional ampliou a demanda de produtos básicos e de alimentos, e pressionou os preços dos bens exportados, sobretudo das *commodities* agrícolas, minerais e energéticas, impulsionando a taxa de crescimento das exportações e do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Entretanto, após ter recebido o impulso da demanda externa nos primeiros anos deste período, a economia brasileira ingressou em uma trajetória de crescimento “voltado para dentro”, tendo como principal vetor de expansão o mercado interno. Assim, mesmo depois que a balança comercial passou a dar contribuições negativas à expansão global do PIB brasileiro a partir de 2007, o crescimento econômico se sustentou apoiado na dinamização do mercado doméstico. Processo induzido pelas políticas sociais de transferência de renda aos estratos sociais mais carentes (Bolsa Família e benefícios da LOAS), pela valorização do salário mínimo e pela expansão do crédito bancário; o emprego e os rendimentos do trabalho se recuperaram, com aumento da formalização; e uma nova massa de cidadãos foi lentamente incorporada ao sistema social e ao mercado de consumo.

Em síntese, a melhora das condições externas e internas e a maior estabilidade dos anos de 2003 a 2007 permitiram ao país alcançar, ao mesmo tempo, crescimento econômico elevado, acumular um considerável estoque de reservas internacionais, manter a inflação sob controle, reduzir a dívida externa e obter sucessivos *superávits* fiscais e em conta corrente.

Tabela 2.1 Indicadores macroeconômicos – taxa de variação em %

INDICADORES MACROECONÔMICOS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nível de Atividade											
Produto Interno Bruto	0,0	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	5,7	5,1
Formação Bruta de Capital Fixo (em % PIB) ¹	17,3	15,5	15,8	16,7	15,7	15,5	15,8	16,2	16,8	17,6	18,0
Produção Física da Indústria	-2,0	-0,7	6,6	1,6	2,7	0,1	8,3	3,1	2,8	6,0	3,1
Preços											
IGP - DI	3,6	20,8	9,8	10,4	26,4	11,1	12,1	5,4	4,9	7,9	9,1
IPA - OG	1,5	28,9	12,1	11,9	35,4	6,3	14,7	-1,0	4,3	9,4	9,8
IPA (Indústria)	1,6	15,5	16,7	10,9	14,8	26,2	12,0	8,6	2,2	3,0	10,3
INPC	2,5	8,4	5,3	9,4	14,7	10,4	6,1	5,0	2,8	5,2	6,5
IPCA	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9
Taxa de câmbio											
Média do período (US\$ / R\$)	1,2	1,8	1,8	2,4	2,9	3,1	2,9	2,4	2,2	1,9	1,8
Taxa de variação anual	7,7	56,4	0,8	28,4	24,3	5,4	-4,9	-16,8	-10,6	-10,7	-5,5
Taxa de câmbio efetiva real - (cesta de moedas)	3,2	49,7	-7,2	19,2	1,1	1,2	-4,0	-18,1	-9,6	-7,7	-3,9
Balança comercial											
Exportação (em US\$ bilhões)	51,1	48,0	55,1	58,3	60,4	73,2	96,7	118,5	137,8	160,6	197,9
Valor	-3,5	-6,1	14,8	5,7	3,7	21,1	32,1	22,6	16,3	16,6	25,7
Quantum	3,5	7,7	11,1	9,5	8,6	15,7	19,1	9,4	3,3	5,5	-1,5
Preços	-6,8	-12,8	3,3	-3,5	-4,5	4,7	10,9	12,1	12,5	10,5	26,3
Importação (em US\$ bilhões)	57,7	49,3	55,9	55,6	47,2	48,3	62,8	73,6	91,3	120,6	173,2
Valor	-3,6	-14,6	13,3	-0,4	-15,0	2,3	30,0	17,1	24,1	32,1	43,6
Quantum	1,8	-15,0	13,2	2,9	-12,2	-3,6	18,3	5,4	16,1	22,0	17,7
Preços	-5,3	0,5	0,1	-3,3	-3,2	6,1	9,9	11,2	6,9	8,2	22,0
Saldo Comercial (em US\$ bilhões)	-6,6	-1,3	-0,7	2,7	13,2	24,9	33,8	44,9	46,5	40,0	24,7
Saldo em Conta Corrente (em % do PIB)	-4,0	-4,3	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,8
Volume de crédito (% PIB)											
Total	27,9	27,9	26,4	24,7	22,0	24,0	24,5	28,1	30,2	34,2	41,3
Pessoas físicas	3,7	3,6	5,1	5,9	5,1	5,7	6,7	8,8	9,9	11,7	13,1
Pessoas Jurídicas	24,2	24,3	21,3	18,8	16,9	18,3	17,8	19,3	20,3	22,5	28,2
Taxa de juros (% ao ano)											
Selic (final do período)	29,0	19,0	15,8	19,0	25,0	16,5	17,8	18,0	13,3	11,3	13,8
CDI – overnight ²	30,9	18,8	16,1	19,1	22,9	16,8	17,5	18,2	13,1	11,1	13,5

Fonte: Ipeadata, Bacen, Funcex. Elaboração BNDES/FECAMP (2009)

Notas: 1 - FBKF a preços do ano anterior; 2 - Taxa CDI acumulada no mês anualizada.

Obs: Os Certificados de Depósitos Interbancários são os títulos de emissão das instituições financeiras, que lastreiam as operações do mercado interbancário.

2.2 Lucro empresarial

O “choque macroeconômico” das desvalorizações cambiais e das elevações da taxa de juros interna no período de 1998 a 2002 afetava os fluxos operacionais e financeiros das empresas de duas formas: 1) elevava o risco (desvalorização) e o custo (juro) do financiamento das firmas, tanto interno quanto externo (ver DFL/RL, em tabela 2.3), e 2) tinha caráter recessivo, provocando a queda do nível de emprego e renda e derrubando as vendas.

Depois das adversidades do primeiro período, as condições de lucro mostraram melhora geral com base no cenário externo benigno, com demanda em expansão nas economias desenvolvidas e emergentes e alta dos preços das *commodities*, e no dinamismo do mercado interno. Os indicadores de rentabilidade das grandes companhias brasileiras atestam as diferenças entre os dois períodos: a taxa de retorno sobe de 2,7% para 6,8% sobre o ativo total, e de 5,8% para 16,6% sobre o patrimônio líquido. Resultado que se deve ao aumento de 6,7 pontos percentuais (de 14% para 20,7%) na margem de lucro da atividade e à queda de 3,5 pontos percentuais (de 7,2% para 3,7%) na relação entre despesas financeiras líquidas e faturamento líquido.

Tabela 2.2 Indicadores de Rentabilidade: Total, Macrosetores e Bens Comercializáveis e Bens Não-Comercializáveis (em %)

MACROSSETORES	Rentabilidade sobre o Ativo Total			Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (PL)			Rentabilidade sobre a Receita Líquida (RL)		
	média	média	P.P. ¹	média	média	P.P.	média	média	P.P.
	1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007	
Total	2,7	6,8	4,1	5,8	16,6	10,8	6,5	11,6	5,1
Indústria	5,5	9,9	4,4	14,6	26,5	11,9	9,0	13,9	4,9
Serviços	0,6	3,1	2,5	0,7	6,7	6,0	2,7	7,7	5,0
Comércio	3,7	4,4	0,7	8,6	12,5	3,9	3,1	3,8	0,7

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP.

Nota(1): Pontos Percentuais

Tabela 2.3 Indicadores de Rentabilidade: Total, Macrosetores e Bens Comercializáveis e Bens Não-Comercializáveis (em %)

MACROSSETORES	Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida (RL)			DFL/RL		
	média	média	P.P. ¹	média	média	P.P.
	1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007	
Total	14,0	20,7	6,7	7,2	3,7	-3,5
Indústria	14,7	22,9	8,2	5,0	2,3	-2,7
Serviços	14,1	18,1	4,0	11,5	7,3	-4,2
Comércio	4,2	6,6	2,4	1,4	1,9	0,5

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP.

Nota(1): Pontos Percentuais

Com respeito aos macrossetores, podem ser destacadas algumas tendências:

A comparação mostra que as empresas da Indústria e de Serviços se equiparavam na capacidade de gerar excedente operacional no período de baixo crescimento de 1998-2002, como indicado pela margem de lucro da atividade sobre a receita líquida: 14,7% da Indústria e 14,1% de Serviços. Quando o nível de atividade se acelera a partir de 2003, todos os setores logram ampliar sua margem de lucro operacional, porém a Indústria o faz com uma maior variação da sua margem.

Apesar de ter registrado elevada margem de lucro operacional (14,1%), o setor de Serviços quase não obteve lucro líquido no período 1998-2002, como se observa pelos índices de rentabilidade sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido próximos de zero (0,6% e 0,7%, respectivamente). A razão dos baixos lucros do setor, portanto, não se encontra em sua atividade operacional, mas no alto custo do estoque elevado de dívida externa agravado pela desvalorização cambial (despesas financeiras líquidas sobre receita líquida de 11,5% em 1998-2002). No anos de 2003 a 2007, o setor de Serviços promoveu forte redução das suas despesas financeiras (4,2 pontos percentuais), a despeito de estas permanecerem em um patamar elevado (7,3% contra 2,3% da Indústria e 1,9% do Comércio).

Assim a Indústria, além de ter defendido com êxito suas taxas de retorno no ambiente econômico mais adverso do primeiro período, foi o setor que mais se beneficiou da melhora da conjuntura entre 2003-2007.

O Comércio é um setor com características estruturais próprias (poder de mercado das firmas, nível de concentração, etc) que determinam taxas de rentabilidade mais baixas, mas a tendência de crescimento das taxas de retorno e dos indicadores de margem de lucro é semelhante à dos outros setores em razão da contínua expansão do consumo doméstico. A concentração de capital, por sua vez, ocorrida no setor por meio de fusões e aquisições nos últimos anos tem potencial para elevar as margens de comercialização e alavancar as condições de lucro.

Enfim, o aumento geral das taxas e margens de lucro para o conjunto das grandes empresas não-financeiras atuantes no Brasil entre os dois períodos se explica, primeiro, pela elevação da margem de lucro operacional e, segundo, pela diminuição das despesas financeiras líquidas como proporção da receita de vendas. Numa espécie de círculo virtuoso de desendividamento, os lucros maiores permitiram às empresas reduzir o

endividamento oneroso líquido e, em consequência, ter custos financeiros menores. As despesas financeiras em declínio, por sua vez, ensejavam lucros maiores e assim por diante.

2.2.1 Lucro: bens comercializáveis versus não-comercializáveis

O desempenho econômico-financeiro das empresas produtoras de bens comercializáveis é superior ao das empresas voltadas para a produção de não-comercializáveis em ambos os períodos (ver Tabela 2.4). Ademais, esta vantagem nos índices de rentabilidade das empresas de bens comercializáveis sobre os produtores de não-comercializáveis, em média, se ampliou na comparação entre os anos de 1998-2002 e 2003-2007. Todavia, há nuances que escapam à análise agregada dos períodos e que são indicativas de tendências e inflexões importantes para os resultados das empresas dos dois grupos. Vejamos:

Após o longínquo ano de 1998, a desvalorização cambial alçou a margem de lucro da atividade das empresas de bens comercializáveis para um patamar bem mais elevado nos anos seguintes do intervalo de 1998 a 2002, permitindo crescimento considerável das taxas de retorno a despeito dos impactos da desvalorização sobre o custo das dívidas em moeda estrangeira das firmas. Quando o real passa a registrar sucessivas valorizações ano após ano desde 2003, em virtude da elevada taxa de juros reais brasileira, da forte alta dos preços das *commodities* e da evolução favorável do risco-país, etc (Farhi e Prates, 2009), outros fatores vão se contrapor aos impactos adversos da moeda forte sobre as receitas e a lucratividade dos setores de bens comercializáveis (Fundap, 2008):

Primeiro, a substancial melhora dos termos de troca, alicerçada na alta dos preços das *commodities* e, em menor magnitude, de alguns semimanufaturados, permitiu manter e/ou majorar as margens de lucro operacional dos produtores de bens *tradeable*.

Segundo, a tendência segura e monotônica de valorização do real forneceu incentivo às empresas exportadoras para buscar ganhos financeiros mediante operações de arbitragem com recursos de antecipação de contratos de câmbio e operações com derivativos cambiais sem finalidade específica de *hedge*. Os ganhos da especulação cambial são percebidos na forte queda das despesas financeiras líquidas desde 2004. As melhores condições de oferta de crédito no mercado interno e externo do período em foco também favorecem a queda das despesas financeiras.

Por fim, outro fator que passa a atuar principalmente nos anos finais deste estudo é

a expansão do mercado consumidor doméstico, que serve como base para a obtenção de economias de escala, conferindo resistência às companhias nacionais contra a concorrência dos importados. Este fator se reveste de maior importância para as empresas de bens não-comercializáveis, favorecendo no segundo período a convergência das margens de lucro de suas atividades em relação à dos produtores de bens comercializáveis, que não conseguiram recuperar a boa margem de lucro operacional de 2004, progressivamente prejudicados pelos custos crescentes de seus produtos em dólar e/ou pela competição feroz dos importados no mercado interno.

Tabela 2.4 Indicadores: Bens Comercializáveis e Bens Não-Comercializáveis (em %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998/2002	2003/2007
	Rentabilidade Sobre o Patrimônio Líquido - 1998 a 2007 (em %)											
Bens Comercializáveis	6,5	6,6	23,6	21,5	15,0	28,3	29,2	28,6	25,2	23,3	14,6	26,9
Bens Não-Comercializáveis	4,5	0,8	4,4	3,0	-6,5	4,2	5,9	7,5	7,1	9,8	1,2	6,9
	Rentabilidade Sobre o Ativo Total - 1998 a 2007 (em %)											
Bens Comercializáveis	3,1	2,4	9,1	7,9	4,7	9,6	10,6	10,9	9,5	9,5	5,4	10,0
Bens Não-Comercializáveis	2,7	0,5	2,3	1,4	-2,7	1,8	2,5	3,4	3,3	4,6	0,8	3,1
	Lucro da Atividade Sobre a Receita Líquida - 1998 a 2007 (em %)											
Bens Comercializáveis	5,6	12,5	19,7	18,8	17,6	22,8	24,5	24,1	23,1	20,5	14,8	23,0
Bens Não-Comercializáveis	13,4	8,6	15,1	15,1	10,8	17,9	16,7	15,1	15,2	16,5	12,6	16,3
	Despesa Financeira Líquida Sobre a Receita Líquida - 1998 a 2007 (em %)											
Bens Comercializáveis	1,5	8,6	3,5	4,7	8,1	2,7	3,8	2,6	1,9	0,1	5,3	2,2
Bens Não-Comercializáveis	4,8	10,2	7,3	9,6	16,3	10,7	7,9	5,6	5,1	3,1	9,7	6,5

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP.

2.2.2 Indústria, Serviços e Comércio

Entre os períodos de 1998-2002 e 2003-2007, o desempenho agregado da Indústria evoluiu em todos os indicadores de geração de lucro calculados: a rentabilidade aumentou 4,4 pontos percentuais sobre o ativo total (de 5,5% para 9,9%), 11,9 pontos sobre o patrimônio líquido (de 14,6% para 26,5%) e 4,9 pontos percentuais sobre a receita líquida (de 9,0% para 13,9%).

Tabela 2.5 Indicadores de Rentabilidade: Subconjuntos da Indústria, de Serviços e de Comércio (em %)

SUBCONJUNTOS	Rentabilidade sobre o Ativo Total			Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (PL)			Rentabilidade sobre a Receita Líquida (RL)		
	média	média	P.P. ¹	média	média	P.P.	média	média	P.P.
	1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007	
INDÚSTRIA	5,5	9,9	4,4	14,6	26,5	11,9	9,0	13,9	4,9
Indústria de Consumo	5,3	6,5	1,2	13,6	23,0	9,4	7,2	7,1	-0,1
Indústria de Meios-de-Produção	5,5	10,4	4,9	14,9	27,4	12,5	9,4	15,0	5,6
Indústria de Construção e Material de Construção	3,8	2,7	-1,1	9,5	6,3	-3,2	10,9	7,3	-3,6
Indústria sem petróleo e Mineração	3,3	7,0	3,7	9,2	21,7	12,5	5,5	9,2	3,7
Exportadoras	4,6	9,3	4,7	12,2	27,9	15,7	9,6	15,4	5,9
Não-Exportadoras	6,7	11,6	4,9	18,5	27,4	8,9	10,2	15,4	5,1
SERVIÇOS	0,6	3,1	2,5	0,7	6,7	6,0	2,7	7,7	5,0
Serviços sem Energia	1,1	3,6	2,5	1,7	8,7	7,0	3,3	6,2	2,9
Energia	0,4	2,8	2,4	0,3	5,7	5,4	1,9	9,3	7,4
Utilities	0,7	3,1	2,4	0,9	6,6	5,7	2,9	7,8	4,9
Infra-Estrutura	0,7	3,0	2,3	0,8	6,6	5,8	2,9	7,8	4,9
COMÉRCIO	3,7	4,4	0,7	8,6	12,5	3,9	3,1	3,8	0,7

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP (2009)

Nota(1): Pontos Percentuais

Tabela 2.6 Indicadores de Rentabilidade: Subconjuntos da Indústria, de Serviços e de Comércio (em %)

SUBCONJUNTOS	Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida (RL)			DFL/RL		
	média	média	P.P. ¹	média	média	P.P.
	1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007	
INDÚSTRIA	14,7	22,9	8,2	5,0	2,3	-2,7
Indústria de Consumo	10,7	14,1	3,4	3,8	3,4	-0,4
Indústria de Meios-de-Produção	15,6	24,3	8,7	5,4	2,1	-3,3
Indústria de Construção e Material de Construção	11,1	11,6	0,5	-0,5	2,3	2,8
Indústria sem petróleo e Mineração	13,4	16,0	2,6	7,9	2,6	-5,3
Exportadoras	17,4	23,8	6,4	9,8	2,4	-7,5
Não-Exportadoras	14,7	25,7	11	2,1	1,9	-0,2
SERVIÇOS	14,1	18,1	4,0	11,5	7,3	-4,2
Serviços sem Energia	11,8	14,0	2,2	9,2	5,8	-3,4
Energia	16,0	22,8	6,8	13,4	9,0	-4,4
Utilities	14,4	18,6	4,2	11,4	7,5	-3,9
Infra-Estrutura	14,4	18,6	4,2	11,5	7,6	-3,9
COMÉRCIO	4,2	6,6	2,4	1,4	1,9	0,5

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP (2009)

Nota(1): Pontos Percentuais

Segundo classificação utilizada pelo relatório da FECAMP/BNDES, em todos os grandes segmentos da Indústria constatou-se avanço dos índices de lucratividade entre os anos de 1998-2002 e 2003-2007, com exceção da indústria de construção e material de construção. As taxas de lucro líquido desta foram inferiores na média do segundo período, a rentabilidade sobre o patrimônio líquido baixou de 9,5% em 1998-2002 para 6,3% em 2003-2007. Mas há indicações de que uma recuperação vigorosa se inicia já em 2007, quando este índice salta para 12,2%, mantendo-se em 11,9% em 2008. O movimento de suas despesas financeiras líquidas também foi na contramão dos demais setores industriais, aumentando 2,8 pontos percentuais (de -0,5% para 2,3% sobre receita líquida) entre as duas fases, enquanto a tendência na indústria era de redução dos custos financeiros. A indústria de construção seguiu um percurso peculiar ao longo do horizonte temporal da análise. Na conjuntura de grande instabilidade e demanda deprimida do primeiro período, reduziu seus investimentos (terrenos aparecem sob a rubrica de ativo circulante), liquidou dívidas e ampliou suas aplicações financeiras, o que explica suas receitas financeiras líquidas. Na segunda metade do intervalo de 2003 a 2007, o mercado da construção civil teve uma evolução muito favorável. Além de grandes empreendimentos, imóveis de até 55 m², chamados de "compactos", ganharam espaço nos lançamentos imobiliários. A demanda foi impulsionada pelo crescimento da massa salarial e do crédito. A maior facilidade de financiamentos (juros reduzidos, prazos estendidos e prestações menores) como o programa Minha Casa Minha Vida permitiu a incorporação da classe C ao mercado, que antes não tinha acesso a linhas de crédito imobiliário devido ao não-atendimento a critérios mínimos de renda. Em consequência, as construtoras retomaram suas atividades operacionais em ritmo acelerado, comprando terrenos, executando projetos e lançando imóveis, o que implicou aumento do endividamento e de seu custo financeiro. Nos anos de 2006 e 2007 em diante, porém, aproveitando-se da euforia do mercado de capitais as construtoras passaram a realizar ofertas públicas de ações e se associar a bancos para a criação de fundos de investimentos e outros produtos (certificados de recebíveis imobiliários, etc) visando à captação de recursos para financiar as diversas fases de um empreendimento imobiliário, diminuindo o uso de recursos de terceiros e suas despesas financeiras líquidas.

O segmento com melhor desempenho operacional e financeiro é o de meios de produção, no qual se encontram setores intensivos em capital, escala e recursos naturais

e que exportam *commodities*, quais sejam: papel e celulose, produtos químicos, siderurgia, mineração, ou produtores de bens de produção, aviões, etc. Cabe destacar o grande salto da margem de lucro da atividade, que foi de 15,6% a 24,3% (aumento de 8,7 pontos percentuais) entre os anos de 1998-2002 e 2003-2007, e ajudou a compor as taxas de lucro superlativas do setor.

Os resultados para a indústria de meios de consumo foram mais modestos, porém crescentes ao longo de todo o período 2003-2007. A dinamização do mercado consumidor interno estimulou a expansão (investimentos) do setor, impedindo que reduzisse seus custos financeiros como proporção da receita líquida na mesma medida que o departamento de meios de produção.

A chave para entender a *performance* das empresas industriais e suas consequências para a evolução do aparelho produtivo nacional está em explorar os significados das trajetórias divergentes descritas pelas indústrias exportadora e não-exportadora no período pesquisado. Antes de tudo, cabem aqui duas advertências: 1) esta comparação não invalida a análise feita na seção 2.2.1 para os setores de bens comercializáveis e não-comercializáveis, pois a indústria pode, *grosso modo*, ser considerada um subconjunto do setor de bens comercializáveis; 2) subconjunto este que comportaria empresas que exportam e empresas que não exportam, porém, umas como as outras estão sujeitas à concorrência de bens importados.

O desempenho ligeiramente melhor das taxas de retorno sobre o patrimônio líquido das empresas exportadoras *vis-à-vis* as empresas não-exportadoras no segundo período (27,9% contra 27,4%) não pode ser explicado pela evolução da margem de lucro dos negócios, que foi menos favorável na atividade exportadora devido ao efeito negativo da valorização do real sobre as vendas externas (ver tabela 2.7). O fator explicativo foi a redução significativa das despesas financeiras líquidas decorrente do acesso privilegiado das empresas exportadoras a fontes de financiamento mais baratas (adiantamento de contrato de câmbio) e das eventuais receitas com operações de arbitragem e com o uso de derivativos. A despesa financeira líquida das firmas exportadoras caiu, em média, 7,5 pontos percentuais entre os períodos contra uma queda de apenas -0,2 pontos para as não-exportadoras, permanecendo, no entanto, em patamar superior ao verificado entre as não-exportadoras (2,4% contra 1,9%).

Tabela 2.7 Indicadores: Indústrias Exportadoras e Não-Exportadoras (em %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998/2002	2003/2007
Rentabilidade Sobre o Patrimônio Líquido - 1998 a 2007 (em %)												
Exportadoras	5,6	7,5	20,8	18,2	8,9	24,9	30,8	30,3	25,7	28,1	12,2	27,9
Não-Exportadoras	5,7	7,4	32,3	28,3	18,9	33,3	29,6	30,2	25,3	18,6	18,5	27,4
Rentabilidade Sobre o Ativo Total - 1998 a 2007 (em %)												
Exportadoras	2,7	3,2	8,2	6,5	2,5	7,9	10,3	10,4	8,0	10,0	4,6	9,3
Não-Exportadoras	2,8	2,3	11,7	10,4	6,4	11,9	12,3	13,0	11,8	9,1	6,7	11,6
Lucro da Atividade Sobre a Receita Líquida - 1998 a 2007 (em %)												
Exportadoras	9,0	17,2	18,5	22,0	20,2	20,5	26,0	24,4	24,2	23,8	17,4	23,8
Não-Exportadoras	1,6	10,7	25,2	19,6	16,6	28,3	27,5	28,2	25,0	19,6	14,7	25,7
Despesa Financeira Líquida Sobre a Receita Líquida - 1998 a 2007 (em %)												
Exportadoras	4,1	12,8	6,4	9,3	16,6	4,0	4,7	2,3	2,3	-1,4	9,8	2,4
Não-Exportadoras	-0,8	6,2	1,3	1,2	2,7	2,3	3,2	2,6	1,1	0,5	2,1	1,9

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP (2009).

É forçoso notar também que os vários segmentos da indústria exportadora enfrentaram de forma desigual as “contradições do ciclo de *commodities*”¹: os setores de produtos agrícolas, minerais e energéticos beneficiaram-se da alta dos preços internacionais e da expansão da demanda mundial de produtos básicos e alimentos, apurando lucros vultosos e elevando o saldo de sua balança comercial entre os anos de 2003 e 2007 (ver tabela 2.8).

Já a indústria de transformação viu a trajetória ascendente do seu saldo comercial (exportações menos importações) na primeira metade da década ser revertida a partir de 2006. Setores de alta e média-alta² densidade tecnológica, que já eram deficitários (à exceção da indústria aeronáutica), aprofundaram ainda mais seu desequilíbrio comercial, o que não pôde ser compensado pelo crescimento moderado dos saldos comerciais dos produtos de baixa e média-baixa intensidade tecnológica.

Tabela 2.8 Saldo da Balança Comercial da Indústria de Transformação por intensidade tecnológica

Balança comercial (US\$ milhões)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Demais Produtos	6.233	8.175	9.791	13.871	16.616	21.250
Prod. Ind. Transformação	6.969	16.723	24.053	31.107	29.796	18.779
Baixa	15.363	19.856	25.197	28.727	31.927	34.761
Média-baixa	3.068	5.488	8.871	10.258	10.545	9.185
Média-alta	-6.966	-3.376	-2.531	443	-847	-10.344
Alta	-4.496	-5.245	-7.484	-8.320	-11.779	-14.824
Total	13.202	24.899	33.843	44.978	46.412	40.028

Fonte: IBGE — Pesquisa Industrial Mensal, Secex/ALICE. Elaboração IEDI com base na taxonomia da OCDE/Standabase. In: Almeida (2008)

- (1) Almeida (2008) discute os limites da política macroeconômica apoiada no tripé: câmbio flutuante, metas de inflação e *superavit* primário, diante dos efeitos deletérios do ciclo de supervalorização das commodities sobre a estrutura industrial e o equilíbrio interno e externo de longo prazo da economia brasileira.
- (2) De acordo com classificação da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) segundo intensidade tecnológica temos:
- Setor de alta densidade tecnológica: indústria aeronáutica, produtos farmacêuticos, de informática e escritório, instrumentos de precisão, equipamentos de rádio, TV e comunicações, etc.
- Setor de média-alta densidade tecnológica: indústria automotiva, de máquinas e equipamentos, material de transporte, indústria química, etc.
- Setor de média-baixa densidade tecnológica: produtos metálicos (siderurgia), carvão e petróleo refinado, produtos plásticos e de borracha, etc.
- Setor de baixa densidade tecnológica: indústria de madeira, papel e celulose, açúcar e alimentos, têxteis, couro e calçados, etc.

É fato que a economia em expansão no período fez ampliar as importações, sobretudo de componentes eletrônicos ausentes na produção nacional que são usados como insumos de indústrias do complexo eletrônico, aeronáutico, automobilístico e de máquinas e equipamentos. Cumpre, no entanto, reparar que a valorização excessiva da taxa de câmbio tende a acelerar a deterioração do saldo comercial gerado pela indústria de transformação ao subtrair competitividade aos produtores domésticos e abrir os flancos do mercado interno em expansão para a oferta externa. Com frequência, a indústria tenta contornar sua competitividade decrescente por meio da importação de bens de capital e insumos, mas tal estratégia tem potencial limitado e aumenta a “porosidade existente em cadeias produtivas relevantes” (Almeida, 2008: p.28).

Mesmo dentro do segmento de menor intensidade tecnológica, os resultados não são homogêneos (ver tabela 2.9). Os setores baseados em recursos naturais, com vantagens comparativas sólidas, como papel e celulose, mineração e agroindústria, obtiveram taxas de retorno elevadas, ao passo que setores intensivos em escala ou trabalho como as empresas da indústria de calçados, têxtil, vestuário e couro viram sua competitividade desaparecer em virtude da apreciação acentuada da taxa de câmbio, que eleva seus custos de produção em dólar, reduzindo sua lucratividade e os deixando desguarnecidos perante a “invasão chinesa”.¹

Tabela 2.9 Rentabilidade Sobre o Patrimônio Líquido - 1998 a 2007 (em %)													
		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998/2002	2003/2007
Recursos Naturais	Alimentos, Bebidas e Fumo	21,1	7,6	15,0	22,2	28,4	28,4	34,2	25,9	35,9	42,5	18,9	33,4
	Madeira	0,9	-2,7	5,0	-2,2	3,3	1,3	7,3	3,3	14,1	19,3	0,9	9,1
	Mineração	10,6	11,9	20,2	25,9	16,0	30,2	35,6	43,4	34,4	35,1	16,9	35,7
	Papel e Celulose	-2,4	3,1	17,3	12,6	1,7	32,0	23,8	18,3	16,5	16,8	6,5	21,5
	Petróleo	6,4	10,1	39,8	34,1	23,5	35,9	28,6	29,9	26,5	18,9	22,8	28,0
	Siderurgia e Metalurgia	7,0	2,8	18,5	7,5	1,6	20,2	40,1	35,4	24,9	28,4	7,5	29,8
Escala ou Trabalho	Calçados, Têxtil, Vestuário e Couro	1,8	-6,9	5,9	-1,2	-5,7	4,2	5,4	4,3	-8,0	-5,5	-1,2	0,1
	Brinquedos e Lazer	13,6	12,8	11,7	13,3	16,9	4,5	-11,3	-23,2	8,1	-12,1	13,7	-6,8

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP (2009).

(1) As vantagens da China em impor seus produtos no comércio exterior não se resumem ao câmbio artificialmente desvalorizado, mas compreendem toda sorte de práticas comerciais desleais e proibidas pela Organização Mundial do Comércio (OMC) como *dumping*, subfaturamento das importações, não-pagamentos de direitos e *royalties*, pirataria, etc.

Tabela 2.10 Evolução do lucro líquido em R\$ bilhões — 2002/2007

Setores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002-2007*
TOTAL	1,3	39,0	52,6	66,8	72,9	87,6	22%
SERVIÇOS	-13,4	6,2	9,8	14,8	16,3	22,3	38%
Serviços sem Energia	-3,4	2,9	4,7	6,3	7,6	9,6	35%
INDÚSTRIA	14,2	32,2	41,9	50,9	55,6	64,1	19%
Indústria sem Petrobras	6,1	14,4	24,1	27,2	29,7	42,6	31%
COMÉRCIO	0,5	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2	18%

Fonte: demonstração de Resultados. Elaboração Fundap

Nota: (*) Taxa anual de crescimento (geométrica).

O maior crescimento do lucro líquido entre 2003 e 2007 foi no setor de Serviços, com média anual de 38%, e de Serviços sem Energia, com média de 35% (tabela 2.10). Tal expansão se explica pela base de comparação muito baixa. O setor de Serviços apurou lucro líquido muito reduzido na média do período de 1998-2002: rentabilidade de 0,6% sobre o ativo total e de 6,7% sobre o patrimônio líquido. Em ainda pior situação, estavam empresas de Energia com taxas quase nulas: rentabilidade de 0,4% sobre o ativo total e de 0,3% sobre o patrimônio líquido (ver tabela 2.5 e 2.6). No entanto, as margens de lucro da atividade revelam que o desempenho operacional das empresas de Serviços seguia padrões semelhantes ao da Indústria, apenas ligeiramente inferiores. Destacam-se os resultados no primeiro período em foco (1998/2002) das empresas de energia elétrica (16%), empresas de *utilities* (14,4%) e de infraestrutura (14,4%) e para o conjunto das empresas de Serviços (14,1%). Esses resultados mostram que as baixas taxas finais de rentabilidade em Serviços se devem a custos financeiros muito elevados.

No segundo período, as despesas financeiras recuaram, embora não em medida suficiente para guindar as taxas de lucratividade a patamares próximos aos da Indústria ou do Comércio.

2.3 Passivo

O quadro de profunda instabilidade macroeconômica dos anos 80, marcado por uma inflação elevada e persistente, pelo racionamento do crédito externo, pela volatilidade do câmbio e do juro real, e pela oscilações intermitentes do nível atividade de curto prazo, moldou as instituições e o comportamento dos agentes econômicos da época. Todos buscavam mecanismos variados para preservar o poder de compra de suas rendas e riqueza. A reprodução das economias latino-americanas neste regime de alta inflação (Cardim de Carvalho) se viabilizou à força de adaptações nos contratos (indexação), de inovações financeiras (ativos quase-moeda) em substituição à moeda não-indexada e, sobretudo, de mudanças defensivas nas estratégias das empresas.

Num ambiente de tamanha instabilidade, a evolução dos demais preços da economia poderia não ser acompanhada pelos preços particulares das firmas, em especial, os de seus insumos e demais recursos usados em sua atividade (inclusive o custo do dinheiro de terceiros). Sobre isso, a volatilidade da demanda doméstica acrescentava o risco de os preços particulares não serem realizados caso ocorresse uma retração imprevista do nível de atividade, ou nos termos de Almeida e Belluzzo (2002), “a recessão estava sempre à espreita”.

A reação da empresa brasileira às ameaças vindas de todos os lados consistiu em reduzir o endividamento e o investimento produtivo, realocar seus recursos para ativos de curto prazo e grande liquidez, queimar estoques e elevar seus *mark-ups* – fato permitido pelo fechamento forçado da economia em razão da severa restrição financeiro-cambial dos anos 80 (Almeida, 1994). Naquele cenário de deterioração das condições de custo e prazo dos financiamentos provocada pela racionamento do crédito externo, as decisões de inversão tendem a ser limitadas antes pelos riscos do endividamento do que pela falta de viabilidade econômica dos projetos. Deste modo, as firmas minimizavam o risco de desequilíbrio patrimonial e de descasamento entre receitas e despesas das firmas representado pelo aumento acelerado e sem coordenação do nível de preços e pelo carregamento de estoques elevados de dívidas em suas estruturas passivas.

O esforço redução dos passivos onerosos empreendido pelas empresas brasileiras levou a que o Brasil figurasse entre os países de baixo endividamento quando comparado com outras economias emergentes de tamanho semelhante e economias desenvolvidas.

Segundo Leal (2008), o nível de endividamento médio entre 1985-1991 era de 30,3 % para o endividamento total e 9,7 % para o endividamento de longo prazo. O conceito de endividamento adotado equivale à relação entre capital de terceiros e ativo total. Para emergentes como Índia e Coreia do Sul, os indicadores de endividamento das empresas no mesmo período eram muito mais elevados, com endividamento total de 67,1 % e 73,4 % e endividamento de longo prazo de 34 % e 49,4 % respectivamente. Os mesmos índices para uma amostra de empresas das 7 maiores economias desenvolvidas eram de 65,6% e 45,3%.

As taxas de endividamento contábil das empresas aumentaram significativamente em todos os países a partir da segunda metade dos anos 80. Nos países em desenvolvimento ainda mais do que nos países ricos, como efeito do retorno da liquidez mundial agora impulsionada pelo avanço da globalização financeira em direção às economias emergentes. A relação entre passivo oneroso (empréstimos bancários ou títulos de dívida) e ativo total para as empresas dos países em desenvolvimento subiu de uma mediana abaixo de 10 % para cerca de 25 % em 1997/98, regredindo para 21 % no ano de 2004 em levantamento apresentado por Mitton (2006). Ao passo que o endividamento oneroso das empresas dos países desenvolvidos descreveu uma trajetória de alta semelhante, porém seu declínio na etapa seguinte se deu com maior intensidade: passou de 24 % em 1993 para 15 % em 2004.

No Brasil, a reinserção da economia no circuito financeiro internacional desde o início da década de 90 deflagrou uma tendência de aumento moderado dos níveis de endividamento das empresas brasileiras, que foi exacerbada após a estabilização inflacionária. Com o Plano Real em 1994, o aumento das taxas de juros reais internas e a estabilidade do câmbio nominal favoreceram a escalada do endividamento em moeda estrangeira das empresas nacionais. No período entre 1995 e 2000, a mediana da relação recursos de terceiros/ativo total de 117 empresas brasileiras aumentou de 42% para 62%, conforme levantamento de Glen e Singh (2004) feito com empresas de 22 países desenvolvidos e 22 países emergentes. Nos países desenvolvidos tal relação já tinha se estabilizado (52% e 53%, respectivamente em 1995 e 2000) enquanto nos demais emergentes até mesmo refluía (de 61% para 49%).

A respeito da natureza da estrutura de capital, uma interpretação corrente sustenta que as companhias dos países emergentes mantêm passivos de curto prazo (com vencimento inferior a um ano) numa proporção maior do que suas congêneres dos países desenvolvidos, o que as coloca em desvantagem no processo de ampliação do

endividamento. No entanto, os dados de Glen e Singh (2004) mostram antes que as empresas brasileiras elevaram o endividamento de longo prazo de 17% para 25% do ativo entre 1995 e 2000, ao passo que empresas dos países desenvolvidos mantiveram o mesmo indicador estável em torno de 17%.

A radiografia da estrutura de capital de 172 empresas brasileiras no período de 1998-2007 realizada pelo projeto BNDES/Fecamp fornece subsídio para estender a análise do perfil do endividamento corporativo até o ciclo recente.

A relação entre recursos de terceiros e ativo total para o conjunto das empresas do estudo segue crescendo de uma média de 53,5% em 1998-2002 para 59,3% em 2003-2007, quase o dobro do nível de 30,3% do período de 1985-1991, conforme já citado em Leal (2008). Considerando o endividamento de longo prazo, o salto é ainda maior: de 9,7% em 1985-1991 para 36,1% para o intervalo de 2003-2007.

Tabela 2.11 Indicadores de Endividamento: Total, Macrossetores e Bens Comercializáveis e Bens Não-Comercializáveis (em %)

MACROSSETORES	Relação entre Passivo Circulante e o Ativo Total			Relação entre Exigível de Longo Prazo e o Ativo Total			Relação entre Capital de Terceiros e o Ativo Total		
	média	média	P.P.*	média	média	P.P.	média	média	P.P.
	1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007	
Total	22,0	23,2	1,2	31,5	36,1	4,6	53,5	59,3	5,8
Indústria	29,6	25,3	-4,3	32,1	37,4	5,2	61,7	62,7	1,0
Serviços	16,1	19,7	3,7	31,5	35,0	3,5	47,6	54,7	7,2
Comércio	33,8	38,4	4,6	23,3	25,8	2,5	57,1	64,2	7,1
Bens Comercializáveis	29,8	25,3	-4,5	32,1	37,3	5,2	61,9	62,6	0,7
Bens Não-Comercializáveis	16,9	21,0	4,1	31,1	34,5	3,4	48,0	55,5	7,5

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP (2009)

Nota(1): Pontos Percentuais

No entanto, as companhias, favorecidas por condições internas muito positivas de geração de fluxos internos e por um quadro econômico e financeiro interno e externo benigno, adotaram como estratégia básica a redução do endividamento oneroso líquido e a extensão de seu prazo médio.

Tabela 2.12 Indicadores de Endividamento: Total, Macrossetores e Bens Comercializáveis e Bens Não-Comercializáveis

MACROSSETORES	Relação entre Capital de Terceiros e Capital Próprio			Relação entre o Endividamento Oneroso Líquido e o Capital Próprio			Relação entre Endividamento de Curto Prazo e Endividamento Total		
	média	média	P.P ¹	média	média	P.P ¹	média	média	P.P ¹
	1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007	
Total	1,19	1,46	0,28	0,49	0,49	-0,01	0,34	0,25	-0,09
Indústria	1,65	1,69	0,04	0,63	0,51	-0,12	0,43	0,27	-0,16
Serviços	0,94	1,22	0,28	0,43	0,46	0,02	0,24	0,21	-0,03
Comércio	1,34	1,8	0,46	0,25	0,4	0,15	0,41	0,47	0,06
Bens Comercializáveis	1,67	1,69	0,01	0,64	0,52	-0,12	0,43	0,27	-0,17
Bens Não-Comercializáveis	0,95	1,25	0,3	0,42	0,45	0,03	0,25	0,23	-0,02

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP (2009)

Nota(1): Pontos Percentuais

2.4 Ativo

No horizonte temporal da pesquisa do BNDES/FECAMP não pôde ser identificada nenhuma tendência comum aos três macrossetores no que concerne às mutações da estrutura de ativos de suas empresas.

Na Indústria, apesar da redução da taxa juros interna (SELIC) entre os períodos de 1998-2002 e 2003-2007, as companhias aumentaram ligeiramente suas posições relativas em aplicações financeiras. A posse de títulos financeiros em suas carteiras de ativos representava além de “proteção” do rendimento alto e seguro contra as oscilações do ciclo de negócios, garantia de elevada liquidez.

A evolução da rubrica imobilizado das empresas industriais, que reflete os montantes investidos em capacidade produtiva, não exhibe uma trajetória inequívoca. A indústria como um todo ampliou a participação média da conta imobilizado de 44,2% para 48,1% do ativo total ao longo dos anos de 1998-2002 e 2003-2007. De fato, os valores imobilizados em capital fixo deflacionados crescem a uma taxa média anual de 14,9% no segundo período contra 6,1% do período anterior. No entanto, quando se excluem a Petrobras e a Vale, nota-se que os investimentos produtivos cresceram menos do que os outros itens no ativo das demais empresas industriais. A fração do item imobilizado no ativo total da Indústria sem petróleo e mineração cai de 44,9% para 38,8% entre 1998-2002 e 2003-2007.

Tabela 2.13 Distribuição de Ativos: Indústria, Comércio e Serviços (em %) – 1998 a 2007

ATIVO	INDÚSTRIA			COMÉRCIO			SERVIÇOS		
	média	média	P.P. ¹	média	média	P.P.	média	média	P.P.
	1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007	
Aplicação Financeira	10,5	10,8	0,2	15,9	13,6	-2,3	2,7	6,8	4,1
Ativo Circulante (exceto Aplicação Financeira)	25	25,8	0,8	32,3	34,2	1,9	10,5	14,4	4
Imobilizado	44,2	48,1	4	35,4	34,8	-0,6	71	58,4	-12,7
Investimento	3,8	2,9	-0,8	1,9	1,3	-0,6	3	3,2	0,2
Outros	16,6	12,4	-4,2	14,5	16,2	1,7	12,8	17,2	4,4

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP.

Nota(1): Pontos Percentuais

Tabela 2.14 Distribuição de Ativos: Subconjuntos da Indústria (em %) - 1998 a 2007

ATIVO	Indústria sem petróleo e Mineração		
	média	média	P.P. ¹
	1998-2002	2003-2007	
Aplicação Financeira	8,9	10,9	2,0
Ativo Circulante (exceto Aplicação Financeira)	29,2	33,3	4,1
Imobilizado	44,9	38,8	-6,1
Investimento	4,0	3,4	-0,6
Outros	13,0	13,5	0,5

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP.

Nota(1): Pontos Percentuais

Donde se infere que: 1) o grosso das inversões produtivas foi levado a cabo pelas gigantes Petrobras e Vale, e 2) as demais empresas industriais aceleraram seus investimentos em capital fixo apenas no final do segundo período da análise, durante boa parte da década a aposta foi comedida no sentido de executar somente os investimentos necessários à manutenção da participação de mercado e à modernização das plantas produtivas sem ampliar demasiado a capacidade instalada.

Um movimento semelhante foi descrito pelo outro item do ativo permanente, os “investimentos” em aquisições ou participações em outras empresas, cujos valores absolutos em termos reais aumentaram com ímpeto nos anos finais do período de 2003-2007: 37,4% em 2006 e 44,4% em 2007. O *boom* recente de compra/venda de empresas no país e no exterior e a safra atual de novas “multinacionais” brasileiras é questão a ser tratada com detalhes mais adiante em capítulo sobre a crise.

A análise desagregada descortina aspectos complexos e, por vezes, contraditórios das mutações da estrutura ativa. Por exemplo, a divisão em indústria exportadora e não-exportadora revela que as empresas com pelo menos 20% de suas receitas de vendas

obtidas no exterior reduziram a proporção do imobilizado em seu ativo total em 0,5 ponto percentual (de 49,7% na média de 1998-2002 para 49,2% em 2003-2007), ao mesmo tempo que a indústria não-exportadora aumentava o percentual imobilizado em capital fixo em 8,8 pontos percentuais (de 44,1% para 52,9%). No entanto, no ano de 2006 a indústria exportadora promoveu uma notável expansão de seu ativo total (41,9%), e, em especial, de suas inversões em ativo imobilizado (55,4%), com base em recursos de dívida de longo prazo.

Tabela 2.15 Distribuição de Ativos: Subconjuntos da Indústria (em %) - 1998 a 2007

ATIVO	Exportadoras			Não-Exportadoras		
	média	média	P.P.	média	média	P.P.
	1998-2002	2003-2007		1998-2002	2003-2007	
Aplicação Financeira	9,6	8,8	-0,8	12,1	12,6	0,5
Ativo Circulante (exceto Aplicação Financeira)	24,0	26,8	2,7	20,5	21,2	0,7
Imobilizado	49,7	49,2	-0,5	44,1	52,9	8,8
Investimento	6,1	3,4	-2,7	1,6	2,1	0,5
Outros	10,5	11,8	1,3	21,8	11,2	-10,6

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP.

Nota(1): Pontos Percentuais

A divisão utilizada na seção 2.1 em setores baseados em recursos naturais e setores intensivos em trabalho e escala mostra estagnação na indústria de Calçados, Têxtil, Vestuário e Couro e involução contínua em Brinquedos e Lazer no que diz respeito à expansão de seus ativos produtivos. A média de crescimento no segundo período (2003-2007) das inversões em capacidade adicional de produção do setor de Calçados, Têxtil, Vestuário e Couro é quase nula, 0,7%, e da indústria de Brinquedos e Lazer é expressivamente negativa, -10,2% (tabela 2.16). Os setores intensivos em trabalho e escala têm passado por um processo massivo de encolhimento de seus ativos produtivos ao longo da última década, que bem pode ser chamado de “desindustrialização”¹.

Tabela 2.16 Variação do ativo imobilizado - 1998 a 2007 (em %)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998/2002	2003/2007
Recursos Naturais	Alimentos, Bebidas e Fumo	40,9	-5,3	2,9	0,9	10,3	16,3	5,4	16,7	10,7	-0,2	6,6
	Madeira	3,2	10,3	9,2	14,9	5,4	3,8	6,3	13,2	10,4	0,5	3,0
	Mineração	5,7	16,3	1,7	22,5	35,1	17,2	36,2	129,8	18,5	2,3	37,2
	Papel e Celulose	-4,4	6,9	27,1	15,7	4,3	15,0	10,5	18,3	27,4	1,8	11,8
	Petróleo	37,2	6,1	13,1	46,9	58,8	18,5	37,3	9,4	21,3	14,7	15,2
	Siderurgia e Metalurgia	36,2	5,3	15,0	10,9	14,4	1,9	3,0	7,7	17,9	7,0	2,1
Escala ou Trabalho	Calçados, Têxtil, Vestuário e Couro	24,8	5,5	4,0	-0,6	12,4	7,2	2,2	16,0	-0,8	-0,7	0,7
	Brinquedos e Lazer	-8,7	2,8	-4,6	-2,2	-1,2	1,2	-8,5	-11,1	-3,3	-11,0	-10,2

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP (2009).

(1) Os dados da pesquisa BNDES/FECAMP, em particular, não permitem afirmar, sem prejuízo do rigor científico, que setores de média e alta intensidade tecnológica estejam se “desindustrializando”, embora haja indícios claros pelo *lado comercial* de que persiste e se agrava no país “um problema estrutural de incapacidade da indústria doméstica de produzir bens de elevado conteúdo tecnológico, algo que somente uma arrojada política industrial poderia reverter.” (Almeida, 2008). Exemplo dramático disso é o caso da indústria farmacêutica que “como consequência da isenção de impostos de importação para o setor de química fina, da infame lei de patentes e de outras obscenidades perpetradas pela administração FHC, mais de mil unidades de produção no setor de química fina, dentre as quais cerca de 250 relativas a fármacos, foram extintas. Além do mais, cerca de 400 novos projetos foram interrompidos, segundo dados extraídos de boletim da Associação Brasileira de Indústria da Química Fina” (Cerqueira Leite, Rogério C. Genéricos e outros mistérios. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 26 out. 2010. Opinião, p.3).

3. AS EMPRESAS E A CRISE

Depois do esforço de análise comparativa do desempenho financeiro e da estrutura patrimonial das empresas brasileiras entre os períodos de 1998-2002 e 2003-2007 realizado no capítulo anterior, este trabalho se volta para os impactos da crise de 2008/2009.

3.1 Nota sobre a crise global de 2008/2009

O mais longo e intenso período de crescimento econômico do Brasil desde os anos setenta teve lugar em meio a uma expansão econômica internacional que se estendeu desde 2003 até meados de 2007 (e que em alguns países chegou a 2008, e, em outros como a China, nem sequer foi freado). Este ciclo foi interrompido pela pior crise econômica global em mais de 70 anos, iniciada em meados de 2007 com o aumento da inadimplência e a desvalorização de imóveis e ativos financeiros associados às hipotecas de alto risco (*subprime*) dos Estados Unidos (Cintra & Farhi, 2008). Seus impactos se alastraram pelos sistemas financeiros do mundo todo e afetaram significativamente os mercados de bens e de trabalho dos países desenvolvidos.

Em que pese a gravidade e a amplitude da perturbação econômica, os países em desenvolvimento foram atingidos de forma menos dramática do que em eventos anteriores, o que se deve, entre outras razões, à combinação de um ambiente externo muito favorável e um melhor manejo da política econômica, que permitiu a estes países reduzir seu endividamento, repactuar o pagamento de sua dívida em melhores condições e, ao mesmo tempo, aumentar suas reservas internacionais (CEPAL, 2010: p. 20). Assim, os efeitos mais agudos da crise internacional sobre as economias emergentes da América Latina e da Ásia se restringiram aos meses finais de 2008 e ao primeiro trimestre de 2009. No segundo trimestre de 2009 já se iniciara uma vigorosa recuperação que se generalizou na segunda metade do ano.

No Brasil, a crise global se transmitiu principalmente através do canal das exportações, refletindo o colapso do comércio internacional que implicou brutal reversão dos termos de troca e forte redução do *quantum* exportado pelo país. Ato contínuo, o nível

de produção doméstica despenca, o desemprego aumenta, e os gastos de investimento sofrem corte violento e concentrado no tempo – entre o trimestre final de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, a formação bruta de capital fixo acumula queda de 20%. Em paralelo, os empresários, com confiança em baixa, promovem um forte movimento de liquidação de estoques, motivados pela queda abrupta da demanda.

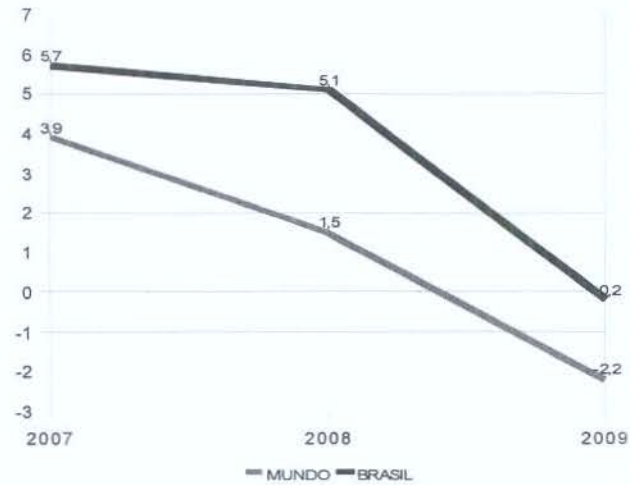
Foi na sustentação do consumo, defendido a contento pela política econômica a despeito de curta retração no quarto trimestre de 2008 (depois de 21 trimestres consecutivos de resultados positivos), que a economia brasileira se amparou a fim de impedir que a “recessão técnica” registrada neste intervalo se estendesse ou se agravasse pelo ano de 2009 adiante. Já no segundo semestre daquele ano, o ritmo de expansão da economia se recuperava liderado pelos investimentos e pelo aumento da produção destinado à recomposição dos estoques.

Como resultado, no triênio da crise – cujos primeiros sinais são emitidos em 2007, aprofunda-se com a quebra do Lehman Brothers em 2008 e arrasta-se por 2009 adiante – o crescimento da economia brasileira logrou superar, como há muito não se via, a taxa de expansão do produto mundial.

Tabela 3.1 Variação do Produto Mundial e do Brasil (em %) - 2007 a 2009

ANO	BRASIL	MUNDO
2007	5,7	3,9
2008	5,1	1,5
2009	-0,2	-2,2
Média	3,5	1,1

Fonte: IBGE e Economist Intelligence Unit



Em suma, as consequências da crise financeira de 2008/2009 se fizeram sentir no setor real da economia brasileira. Desta feita, o país absorveu, com dano mínimo, o impacto da retração das linhas de crédito internacional e da fuga de capitais, porque, à diferença de choques passados, contava com uma situação inédita e francamente favorável do balanço de pagamentos. Somados a essas condições iniciais da economia brasileira no momento da eclosão da crise, outros fatores possibilitaram também a rápida recuperação do país. Quais sejam: 1) um sistema financeiro “hígido e líquido” (Delfim Netto), ou seja, bem capitalizado e com uma carteira de ativos sólidos; 2) uma dívida pública bastante reduzida e pouco dolarizada em comparação com a observada pouco tempo atrás; 3) expectativas de inflação sob controle, que não se deterioraram ante a brusca desvalorização cambial de 2008; 4) o câmbio flutuante, que facilitou a correção de eventual desajuste do balanço de pagamentos, ao reduzir a sangria de dólares provocada pela remessa de lucros (colhidos em reais) das multinacionais (SCHWARTSMAN, 2009).

Do lado financeiro, após um breve intervalo de parada súbita dos fluxos de capitais estrangeiros e de “fuga para a qualidade”, que provocaram massiva desvalorização dos ativos financeiros e da moeda domésticos, os fluxos de capitais em direção ao Brasil e aos demais países emergentes se recompuseram com velocidade e intensidade sem paralelo.

O volumoso fluxo de liquidez (“enxurrada de dólares”) que ora retorna aos países emergentes decorre das políticas monetárias expansionistas adotadas por economias avançadas e, em especial, pelos Estados Unidos, para combater a recessão. Esta estratégia não tem sido suficiente, no entanto, para poupar às suas economias uma recuperação lenta e duvidosa do nível de atividade e de emprego.

3.2 Crise e Reações Empresariais

O agravamento da crise global, em setembro de 2008, teve impactos tanto reais quanto financeiros sobre as empresas brasileiras. Por um lado, a desaceleração do consumo interno e externo restringiu investimentos, reduziu as exportações brasileiras e seus preços e derrubou o volume da produção industrial, por outro lado, a massiva e momentânea desvalorização do real afetou dívidas e contratos financeiros (derivativos cambiais) ligados ao dólar, elevando as despesas financeiras líquidas das empresas.

O levantamento realizado pelo projeto BNDES/FECAMP com 157 empresas para o ano de 2008 apontou a queda das taxas de lucratividade sobre o ativo total (de 7,6% para 6,2%) e o patrimônio líquido (de 17,3% para 15,5%, ver tabela III.2.3). Como a margem de lucro dos negócios empresariais foi preservada em todos os macrossetores, registrando até uma pequena elevação no ano, de 19,3% para 20,2% (+0,9 p.p.), a causa do recuo da rentabilidade deve ser imputada ao notável incremento das despesas financeiras líquidas, em função das perdas com os efeitos da desvalorização cambial sobre o estoque de derivativos cambiais e de dívidas atreladas ao dólar. Estas tiveram uma variação de 4,6 pontos percentuais do ano de 2007 para 2008: elevando-se de 1,1% da receita líquida para 5,7%.

A Indústria manteve a liderança nos indicadores de lucratividade, embora tenha sido o macrossetor que mais sofreu os impactos da crise: registrou as maiores perdas de rentabilidade devido ao aumento superlativo das despesas financeiras. Serviços e Comércio sofreram danos menores na média do ano (ver tabelas 3.2 e 3.3).

Tabela 3.2 Indicadores de Rentabilidade: Total, Macrossetores e Bens Comercializáveis e Bens Não-Comercializáveis (em %)

MACROSSETORES	Rentabilidade sobre o Ativo Total			Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (PL)			Rentabilidade sobre a Receita Líquida (RL)		
	2007	2008	P.P. ¹	2007	2008	P.P. ¹	2007	2008	P.P. ¹
Total	7,6	6,2	-1,4	17,3	15,5	-1,8	12,4	10,5	-1,9
Indústria	9,5	7,4	-2,1	23,2	19,1	-4,1	13,6	11,4	-2,2
Serviços	4,6	4,2	-0,4	9,5	9,8	0,3	10,8	9,7	-1,1
Comércio	4,6	4,3	-0,3	13,6	13,1	-0,5	3,9	3,4	-0,5
Bens Comercializáveis	9,6	7,6	-2,0	23,4	19,2	-4,2	13,6	11,4	-2,2
Bens Não-Comercializáveis	4,7	4,1	-0,6	9,9	10,0	0,1	9,8	8,6	-1,2

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP.

Nota(1): Pontos Percentuais

Tabela 3.3 Indicadores de Rentabilidade: Total, Macrossetores e Bens Comercializáveis e Bens Não-Comercializáveis (em %)

MACROSSETORES	Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida (RL)			DFL/RL		
	2007	2008	P.P. ¹	2007	2008	P.P.
Total	19,3	20,2	0,9	1,1	5,7	4,6
Indústria	20,6	21,6	1,0	0,1	6,2	6,1
Serviços	18,4	19,2	0,8	3,5	5,0	1,5
Comércio	6,9	7,0	0,1	1,7	1,8	0,1
Bens Comercializáveis	20,7	21,7	1,0	0,1	6,3	6,2
Bens Não-Comercializáveis	16,6	17,0	0,4	3,1	4,9	1,8

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaborado por BNDES/FECAMP (2009).

Nota(1): Pontos Percentuais

Em análise desagregada para o ano de 2008, nota-se como o desempenho operacional das empresas se diferenciou de acordo com o setor de origem (ver tabelas 3.4 e 3.5). No que diz respeito às margens de lucro da atividade, a indústria de construção e material de construção experimentou o maior recuo do período (3,5 pontos percentuais) em razão do descompasso entre as vendas em queda livre no último trimestre e o crescimento dos custos com obras anteriormente contratadas. Os demais setores da indústria puderam aumentar o lucro da atividade sobre a receita líquida no acumulado do ano de 2008, com exceção do setor de bens de consumo e das gigantes Petrobras e Vale que sofreram os efeitos da redução dos preços internacionais de seus produtos básicos. Em alguns casos, a manutenção da margem de lucro neste primeiro momento da crise foi resultante do corte dos custos com a mão de obra dispensada. Até mesmo a indústria exportadora conseguiu defender com êxito sua margem de lucro operacional contra o colapso do comércio exterior e a reversão dos termos de troca.

Tabela 3.4 Indicadores de Rentabilidade: Subconjuntos da Indústria, de Serviços e de Comércio (em %)

SUBCONJUNTOS	Rentabilidade sobre o Ativo Total			Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (PL)			Rentabilidade sobre a Receita Líquida (RL)		
	2007	2008	P.P¹	2007	2008	P.P¹	2007	2008	P.P¹
INDÚSTRIA	9,5	7,4	-2,1	23,2	19,1	-4,1	13,6	11,4	-2,3
Indústria de Consumo	5,4	2,8	-2,6	31,0	13,9	-17,2	8,7	3,1	-5,6
Indústria de Meios-de-Produção	9,7	8,0	-1,7	23,0	19,6	-3,5	14,3	12,6	-1,7
Indústria de Construção e Material de Construção	8,6	2,9	-5,7	12,2	11,9	-0,3	14,9	7,7	-7,2
Indústria sem petróleo e Mineração	7,2	2,5	-4,7	21,3	9,6	-11,7	9,5	3,5	-6,0
Exportadoras	10,0	4,7	-5,3	28,0	13,4	-14,6	17,1	9,1	-8,0
Não-Exportadoras	9,1	10,3	1,2	18,6	22,4	3,8	11,6	13,3	1,7
SERVIÇOS	4,6	4,2	-0,5	9,5	9,8	0,2	10,8	9,7	-1,1
Serviços sem Energia	5,0	2,9	-2,1	11,4	8,1	-3,3	8,2	5,2	-3,0
Energia	4,4	5,1	0,7	8,5	10,7	2,2	14,0	15,2	1,1
Utilities	4,7	4,7	-0,1	9,6	10,5	1,0	11,2	11,0	-0,3
Infra-Estrutura	9,5	7,4	-2,1	9,5	10,5	0,9	11,2	10,9	-0,3
COMÉRCIO	4,6	4,3	-0,3	13,6	13,1	-0,5	3,9	3,4	-0,5

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP (2009)

Nota(1): Pontos Percentuais

Tabela 3.5 Indicadores de Rentabilidade: Subconjuntos da Indústria, de Serviços e de Comércio (em %)

SUBCONJUNTOS	Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida (RL)			DFL/RL		
	2007	2008	P.P¹	2007	2008	P.P¹
INDÚSTRIA	20,6	21,6	1,0	0,1	6,2	6,1
Indústria de Consumo	15,6	14,9	-0,6	3,3	10,2	6,9
Indústria de Meios-de-Produção	21,4	22,6	1,3	-0,3	5,7	6,1
Indústria de Construção e Material de Construção	16,9	13,5	-3,5	-1,1	1,7	2,8
Indústria sem petróleo e Mineração	13,9	16,7	2,8	-0,1	11,0	11,1
Exportadoras	23,0	24,3	1,3	-1,3	13,5	14,8
Não-Exportadoras	19,6	20,3	0,7	0,5	1,3	0,8
SERVIÇOS	18,4	19,2	0,8	3,5	5,0	1,5
Serviços sem Energia	14,3	14,2	-0,1	2,9	6,9	4,0
Energia	23,7	25,3	1,7	4,3	2,6	-1,6
Utilities	19,0	19,7	0,6	3,5	3,5	0,1
Infra-Estrutura	19,2	19,9	0,7	3,7	3,9	0,2
COMÉRCIO	6,9	7,0	0,1	1,7	1,8	0,1

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP (2009)

Nota(1): Pontos Percentuais

Como já foi sublinhado, a queda do lucro e da rentabilidade no ano de 2008 das empresas, de um modo geral, e especialmente da Indústria não teve origem “real”, mas sim no aumento das despesas financeiras líquidas, que acusaram as perdas diversas ligadas à alta do dólar¹ e à crise internacional, seja com derivativos cambiais seja com dívidas denominadas em moeda estrangeira, ou ainda, com o péssimo resultado das aplicações financeiras no período em foco. Os setores da indústria mais impactados pela disparada das despesas financeiras foram a indústria exportadora, com aumento de 14,8 pontos percentuais no custo financeiro líquido, que passou de -1,3% para 13,5% da receita líquida, e o conjunto das empresas sem a Petrobras e a Vale, com aumento de 11,1 pontos percentuais – fato também indicativo da pequena exposição das gigantes ao risco cambial e financeiro.

Em poucas palavras, a complexa trama de apostas e perdas milionárias nos mercados financeiros traçada pelas corporações produtivas brasileiras (embora o fenômeno tenha sido observado em quase todas as economias emergentes) pode ser assim descrita:

As operações mal sucedidas com derivativos de câmbio, em muitos casos, superavam os montantes necessários para cobrir o risco cambial das receitas de exportações das corporações brasileiras. Havia, portanto, por parte destas empresas (a maior parte exportadoras) uma postura eminentemente especulativa, ao manterem posições vendidas em dólar sem a contraparte equivalente em contratos de exportação. Buscavam, dessa forma, ganhos não-operacionais com os derivativos, apostando na continuidade do processo de valorização do real nos mercados futuros de dólar.

(1) Para maiores detalhes sobre as operações com derivativos no período, ver FARHI, Maryse & BORGHI, Roberto A. Z. *Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes*. São Paulo: Estudos Avançados 23 (66), maio de 2009

No entanto, uma ressalva se faz necessária: alterações relativas à forma de marcação de derivativos – pelo seu valor justo ou a mercado – introduzidas pela Lei nº 11.638/07 podem produzir distorções no resultado das demonstrações financeiras. Variações momentâneas geradas em contratos derivativos ainda não liquidados, que possuem portanto apenas efeito contábil (sem impacto de caixa), devem ser reconhecidas por imposição legal como despesas financeiras nos demonstrativos do exercício em que foram observadas. Isto levou os prejuízos a serem, de certa forma, superdimensionados em virtude da depreciação cambial de 2008. Dá provas de tal efeito o fato de que muitas empresas poderiam ter “minorado” suas perdas líquidas se suas informações contábeis houvessem sido apuradas pelo método anterior.

Quanto ao aumento das despesas financeiras líquidas das empresas em função do aumento do valor em reais das dívidas denominadas em moeda estrangeira, seu impacto, embora gravoso, é muito menor atualmente do que em “choques macroeconômicos” anteriores devido à redução do estoque e à melhoria do perfil das dívidas corporativas (em especial as dolarizadas) observados no ciclo recente. E, por fim, com efeito igualmente significativo, têm-se as perdas em fundos de investimentos abalados pela crise internacional – visto que aplicações financeiras detêm participação relevante nos ativos das empresas produtivas.

As contribuições de cada um destes componentes para o resultado financeiro negativo das empresas brasileiras no ano de 2008 podem ser melhor aquilatadas pelo exame do caso exemplar da Sadia. Alguns pontos devem ser destacados:

- O resultado financeiro líquido da Sadia totalizou R\$ 3,9 bilhões negativos em 2008, contra R\$ 132,0 milhões positivos em 2007.
- A maior parte da deterioração do resultado (com peso de 47%) se deve à perda não recorrente de caixa relacionada a instrumentos de derivativos, de 1,845 bilhão de reais.
- As perdas com operações já liquidadas (com efeito de caixa) são um pouco menor: 705,9 milhões de reais, ou 18% do total.
- Os resultados com fundos de investimentos responderam por 12% das perdas totais da Sadia.

Tabela 3.6 Resultado Financeiro da Sadia – em R\$ milhões

	2007	A.V. ¹	A.H. ²	2008	A.V
Resultados com instrumentos derivativos – efeito contábil	0,0	0%		-1.845,4	47%
Resultados com instrumentos derivativos – efeito caixa	-15,0	-11%	4606%	-705,9	18%
Variação cambial s/ ativos e passivos indexados a moedas estrangeiras	74,7	57%	-897%	-595,7	15%
Resultados de fundos de investimentos	113,1	86%	-524%	-480,0	12%
Juros de aplicações e financiamentos	-170,9	-129%	52%	-260,0	7%
Outros	130,1	99%	-104%	-5,3	0%
Resultado Financeiro Líquido	132,0	100%	-3049%	-3.892,3	100%

Fonte: Demonstrações financeiras

Elaboração própria

Nota: (1) análise vertical (2) análise horizontal

Tomando o ano de 2008 como um todo, pode-se incorrer na percepção equivocada de que a crise internacional não teve efeitos negativos sobre o desempenho operacional das empresas. Esta falsa impressão decorre do fato de que o efeito adverso da crise sobre a geração de lucro da atividade se concentrou no último trimestre de 2008 e foi diluído pelos resultados operacionais extremamente favoráveis dos trimestres anteriores, não sendo, portanto, fator determinante no recuo do lucro líquido do exercício anual.

Tal efeito, contudo, pode ser verificado quando o desempenho econômico-financeiro das empresas entre os primeiros trimestres de 2008 e 2009 é confrontado, conforme feito em pesquisa do Grupo de Conjuntura da FUNDAP¹ com 227 empresas de grande porte. A geração de lucro operacional antes de impostos e dos gastos financeiros teve contribuição ainda maior que as despesas financeiras para o resultado negativo do lucro líquido agregado das empresas no primeiro trimestre de 2009 em relação a período homólogo de 2008: em termos percentuais, o lucro da atividade diminuiu 18%, o equivalente a uma perda de resultado de R\$ 6,8 bilhões contra a perda de resultado de cerca de R\$ 1,1 bilhão provocada pelo aumento das despesas financeiras (ver tabela 3.7). Este quadro sugere que as empresas brasileiras foram afetadas em dois momentos pelos desdobramentos da crise global: primeiro, pela elevação das despesas financeiras no quarto trimestre de 2008, e segundo, pela queda do lucro da atividade evidenciada no primeiro trimestre de 2009.

(1) Os resultados dessa pesquisa estão sistematizados no texto "Crise e Pós-Crise: O impacto sobre as Grandes Empresas Brasileiras de Capital Aberto" do Grupo de Conjuntura da Fundap (2010).

Tabela 3.7 Lucro Líquido, Lucro da Atividade e Despesa Financeira Líquida — em R\$ milhões

SETORES	Lucro Líquido			Lucro da Atividade			Despesa Financeira Líquida		
	1T08	1T09	Variação	1T08	1T09	Variação	1T08	1T09	Variação
COMÉRCIO	0,25	0,24	-1,90%	0,66	0,71	7,70%	0,29	0,35	21,10%
INDÚSTRIA	15,11	11,78	-22,00%	25,08	20,28	-19,10%	2,91	3,34	14,90%
Indústria sem Petrobrás	8,18	5,96	-27,20%	14,01	10,84	-22,60%	2,8	2,91	3,90%
SERVIÇOS	6,49	4,75	-26,90%	12,19	10,11	-17,10%	1,95	2,52	29,30%
Serviços sem Energia	2,72	2,02	-25,60%	4,88	4,93	1,10%	0,7	1,51	114,20%
COMERCIALIZÁVEIS	14,36	11,11	-22,60%	24,16	19,27	-20,30%	2,96	3,26	10,10%
NÃO COMERCIALIZÁVEIS	7,49	5,66	-24,40%	13,76	11,83	-14,10%	2,18	2,95	35,00%
TOTAL	21,84	16,77	-23,20%	37,93	31,1	-18,00%	5,14	6,21	20,70%

Fonte: Demonstração de Resultados (227 empresas não financeiras). Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

Tabela 3.8 Margem de lucro, Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Lucro da Atividade e Despesa Financeira Líquida sobre Receita Líquida — em %

SETORES	Margem (Lucro líquido sobre a Receita Líquida (RL))		Rentabilidade (Lucro líquido sobre Patrimônio líquido (PL))		Lucro da Atividade sobre Receita Líquida (RL)		Despesa Financeira Líquida sobre Receita Líquida (RL)	
	1T08	1T09	1T08	1T09	1T08	1T09	1T08	1T09
COMÉRCIO	2,3	2,2	2,5	2,2	6,2	6,4	2,7	3,1
INDÚSTRIA	11,2	8,8	4,5	2,8	18,5	15,2	2,1	2,5
Indústria sem Petrobrás	9,2	6,6	3,7	2,2	15,8	12,0	3,2	3,2
SERVIÇOS	10,9	7,3	2,6	1,8	20,5	15,5	3,3	3,9
Serviços sem Energia	8,1	5,1	2,8	1,9	14,6	12,3	2,1	3,8
COMERCIALIZÁVEIS	11,0	8,7	4,5	2,9	18,5	15,1	2,3	2,6
NÃO COMERCIALIZÁVEIS	10,1	6,9	2,7	1,9	18,5	14,4	2,9	3,6
TOTAL	10,6	8,0	3,7	2,5	18,5	14,8	2,5	3,0

Fonte: Demonstração de Resultados (227 empresas não financeiras). Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

Os dados para o primeiro trimestre de 2009 são marcados pelos efeitos da forte retração da produção industrial. A deterioração das atividades operacionais rebaixou a margem de lucro da atividade de todos os macrossetores, enquanto as despesas financeiras se estabilizavam. Medidas de política econômica anticíclica adotadas pelo governo, como a desoneração fiscal e a expansão do crédito promovida pelos bancos públicos, foram eficazes em conter a turbulência econômica: no segundo trimestre de 2009, as contas de resultado param de “piorar”, e já no terceiro trimestre, aproximam-se dos níveis “pré-crise”, com destaque para a reversão completa das despesas financeiras (ver tabela 3.9).

Tabela 3.9 Margem Líquida de Lucro, Lucro da Atividade e Despesa Financeira Líquida sobre Receita Líquida (em %)

SETORES	Número de empresas	Margem (Lucro líquido sobre a Receita Líquida (RL))			Lucro da Atividade sobre Receita Líquida (RL)			Despesa Financeira Líquida sobre Receita Líquida (RL)		
		3T08	2T09	3T09	3T08	2T09	3T09	3T08	2T09	3T09
COMÉRCIO	13	3,2	1,1	3,5	8,3	5,1	6,7	3,2	2,7	2,1
INDÚSTRIA	138	13,6	13,5	12,8	23,3	15,3	18,0	6,9	-6,3	-0,9
Indústria sem Petrobrás	137	12,1	11,6	11,6	22,9	9,1	14,9	10,5	-10,2	-1,8
SERVIÇOS	71	9,4	6,5	10,2	19,5	13,0	18,5	4,1	2,1	3,9
Serviços sem Energia	46	4,3	7,1	8,8	14,9	9,0	14,7	6,4	-2,8	1,6
COMERCIALIZÁVEIS	135	13,7	13,5	12,5	23,5	15,2	17,8	7,0	-6,7	-1,0
NÃO COMERCIALIZÁVEIS	87	8,7	6,3	9,9	17,7	12,2	16,9	3,8	2,0	3,4
TOTAL	222	12,1	10,6	11,5	21,7	14,0	17,5	6,0	-3,2	0,7

Fonte: Demonstração de Resultados (222 empresas não financeiras). Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

O fechamento do “balanço de perdas e danos” da crise global revelou que as taxas de rentabilidade das empresas brasileiras eram tão altas ao final de 2009 quanto em qualquer ano anterior do período estudado neste trabalho.

Tabela 3.10 Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (em %)

Segmento	2006	2007	2008	2009
Papel e Celulose	7,5	5,6	-2,5	18,6
Bens de capital	14,8	13,9	11,5	18,1
Transporte	16,4	14,4	7,2	17,1
Atacado	13,9	9,8	11,0	16,3
Farmacêutico	18,9	10,0	9,1	16,0
Indústria da Construção	6,0	8,9	9,7	16,0
Bens de consumo	9,2	7,5	3,6	15,9
Mineração	31,6	25,9	32,5	14,2
Energia	13,1	13,6	13,1	12,9
Varejo	4,7	7,0	7,7	12,7
Autoindústria	16,5	17,1	11,4	12,1
Serviços	14,2	11,6	12,2	12,1
Siderurgia e Metalurgia	17,1	14,6	10,5	11,9
Eletroeletrônico	12,9	15,2	0,8	9,6
Telecomunicações	0,8	8,3	8,0	9,0
Têxteis	9,3	6,3	8,8	8,2
Indústria Digital	10,6	8,4	4,6	7,5
Química e Petroquímica	7,7	12,3	4,3	6,3
Mediana de setores	13,0	10,8	9,0	12,8

Fonte: Exame 1000 (2010) Elaboração própria

3.3 Padrão de financiamento

O exame das estruturas de capital das corporações não-financeiras apresenta certas regularidades observáveis em qualquer economia do mundo real.

Dados apresentados por Mayer (1990) revelam que as empresas dos países desenvolvidos se financiam principalmente por meio de lucros retidos; em seguida, se utilizam do financiamento via dívida bancária de longo prazo, e, por último, da emissão de ações. A hierarquia das fontes de financiamento prevista pela *pecking order* é confirmada pelas estatísticas obtidas para as firmas de oito países desenvolvidos de 1970 a 1985:

Tabela 3.11 Financiamento Líquido Médio de Empresas Não-Financeiras¹ de Países Desenvolvidos – 1970 a 1985

	Canadá	Finlândia	França	Alemanha	Itália	Japão	Reino Unido	EUA
Retenção	76,4	64,4	61,4	70,9	51,9	57,9	102,4	85,9
Transfer. de capital	0,0	0,2	2,0	8,6	7,7	0,0	4,1	0,0
Títulos de curto prazo	-0,8	3,7	-0,1	-0,1	-1,3	nd	1,7	0,4
Empréstimos	15,2	28,1	37,3	12,1	27,7	50,4	7,6	24,4
Crédito comercial	-4,4	-1,4	-0,6	-2,1	0,0	-11,2	-1,1	-1,4
Bônus	8,5	2,8	1,6	-1,0	1,6	2,1	-1,1	11,6
Ações	2,5	-0,1	6,3	0,6	8,2	4,6	-3,3	1,1
Outros	1,3	7,4	-1,4	10,9	1,0	-3,8	3,2	-16,9
Ajuste estatístico	1,2	-5,0	-6,4	0,0	3,2	nd	-13,4	-5,1
Total	99,9	100,1	100,1	99,9	100,0	100,0	100,1	100,0

Fonte: Mayer (1990).

Nota (1): Dados de fluxos de fundos entre empresas. O financiamento líquido é calculado como proporção das despesas com capital e instalações físicas

Também observando a distribuição dos fluxos de fundos entre empresas, em série de 1970 a 1991 registrada pelo *Federal Reserve* (banco central), Ross e outros (1996) chegaram a conclusões similares para o padrão de financiamento corporativo nos Estados Unidos. A maior parte das empresas aparentemente apresentam quocientes entre capital de terceiros e capital próprio relativamente baixos. Com efeito, as empresas americanas têm no fluxo de caixa gerado internamente sua principal fonte de financiamento (média de 70%). O *deficit* financeiro criado pela diferença entre as aplicações e os fundos gerados internamente foi coberto, em média, da seguinte forma: 1) endividamento (média de 14%) e 2) emissões líquidas de ações (média de 9%).

Quando Singh (1995) desloca o foco das pesquisas sobre finanças corporativas para as firmas dos países em desenvolvimento, os resultados achados

surpreendentemente apontam para uma inversão na ordem convencional preconizada pela *pecking order*. A dependência (em proporção maior que a esperada) das corporações de economias emergentes em relação aos empréstimos bancários e às emissões de ações para financiar a expansão de seus ativos líquidos parece sugerir um padrão de financiamento baseado no mercado de capitais.

Tabela 3.12 Financiamento do Crescimento de Empresas Industriais de Países em Desenvolvimento — Razão de Retenção e Financiamento Interno e Externo ao Crescimento (%) - 1980 a 1990 – valores médios

País	Razão de Retenção	Financiamento Interno	Financiamento Externo	
			Ações	Dívida de Longo Prazo
Coreia do Sul	60,7	19,5	49,6	30,9
Paquistão	64,5	74,0	1,7	24,3
Jordânia	48,8	66,3	22,1	11,6
Tailândia	49,4	27,7	nd	nd
México	nd	24,4	66,6	9,0
Índia	65,7	40,5	19,6	39,9
Turquia	36,3	15,3	65,1	19,6
Malásia	50,9	35,6	46,6	17,8
Zimbábue	64,0	58,0	38,8	3,2
Brasil	94,0	56,4	36,0	7,7
Todos	62,2	38,8	39,3	20,8
F ¹	58,1	20,0	31,4	21,2

Fonte: Singh (1995).

Nota (1): Estatística F para comparação de médias.

Para as 100 empresas industriais brasileiras estudadas por Singh (1995) durante os anos de 1985 a 1991, a principal origem dos recursos empregados na expansão de seus ativos era o mercado de capitais por meio da emissão de ações (contribuição de 37,2% para o total), o autofinanciamento vinha em segundo lugar com participação de 46% na provisão de fundos, enquanto o financiamento junto a bancos aportava apenas 5,6% dos recursos totais.

Tributário da metodologia proposta pela *International Finance Corporation* (IFF) e adotada por Singh, o estudo de Zonenschain (1998) com dados de balanços de 216 empresas brasileiras da indústria de transformação para o período de 1989 a 1996 mostra resultados semelhantes. As diversas fontes de financiamento das empresas brasileiras aportam recursos obedecendo à seguinte ordem de importância: emissão de ações (48%), endividamento (27%), e, em última instância, lucros retidos (25%).

Junior e Melo (1999) fazem a crítica destes trabalhos com base na metodologia usada. Para eles, tendo em vista a típica fragilidade dos mercados de capitais das

economias em desenvolvimento, estatísticas que colocam em primeiro plano o financiamento por meio de ações devem ser descartadas por absoluta falta de consistência. E tal distorção empírica pode ser corrigida mediante o uso de métodos alternativos que tentem suprir a inexistência de informações sobre fluxos de fundos intercambiados por empresas no Brasil. Junior e Melo recomendam que as informações sejam colhidas nas Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR).

A pesquisa BNDES/FECAMP (2009), todavia, partindo da mesma metodologia proposta pelo *International Finance Corporation* (IFF), na qual a participação de cada uma das fontes de financiamento é calculada sobre a variação do “capital de longo prazo”, chegou a resultados plenamente compatíveis com a tese da *pecking order* para um conjunto de 153 empresas durante o quadriênio 2004/2007. Pequenos ajustes foram adotados, como o levantamento em paralelo “das emissões primárias de ações mediante oferta pública das 153 empresas da seleção de empresas de capital aberto no período 2003/2008, calculando dessa forma, independentemente das informações dos demonstrativos das empresas a contribuição da emissão de ações no mercado como meio de financiamento das empresas” (BNDES/FECAMP, 2009: p. 85). Isso permitiu evitar estimativas dos recursos provenientes de emissões de ações como resíduo das demais fontes de financiamento, causa provável de distorções que levam a superestimar o papel do mercado de capitais no financiamento corporativo.

Os números do estudo para o período estimaram a participação de lucros retidos em 46%, do aporte de recursos por meio de dívida em 35%, enquanto a subscrição de ações, quer por meio de emissão primária (3,9%) quer por meio de captação privada (14,6%), perfazia 18,5% dos recursos totais empregados pelas empresas. A pesquisa da FECAMP/BNDES fez estimativas à parte para 104 empresas industriais, que apontaram a retenção de lucros (51 %) como a principal fonte de recursos da indústria de grande porte no Brasil para o período 2004/2007, em seguida aparecendo a fonte de dívidas (41 %) com contribuição igualmente expressiva. O financiamento por meio de ações (emissão primária ou aporte de sócios) apresenta menor participação (8 %), mas com tendência de crescimento.

Tabela 3.13 Padrão de Financiamento – 2004/2007 e 2008 – (em %) –
Participação sobre a Variação do Ativo Total Menos a Variação do Passivo
Circulante

FONTES	Indústria		Total	
	2004/2007	2008	2004/2007	2008
Lucros Retidos	50,9	25,0	46,4	23,6
Distribuição Pública de Ações (Of. Primárias)	2,6	15,7	3,9	12,2
Captação Privada	5,0	0,6	14,6	-3,7
Dívidas de LP	41,4	58,7	35,1	68,0
Financiamento de LP	16,9	48,5	9,7	50,0
Empréstimos BNDES LP	4,5	6,7	4,9	7,2
Debêntures de LP	1,1	1,0	5,0	0,6
Outros Itens	23,5	9,2	20,4	17,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP

Nota: 104 empresas industriais total: 153 empresas

Tabela 3.14 Padrão de Financiamento – 2004/2007 e 2008 – (em %) –
Participação sobre a Variação do Ativo Total

FONTES	Indústria		Total	
	2004/2007	2008	2004/2007	2008
Lucros Retidos	43,0	19,3	38,8	18,0
Distribuição Pública de Ações (Of. Primárias)	2,2	12,1	3,2	9,3
Captação Privada	4,2	0,5	12,2	-2,8
Dívidas de LP	50,5	68,1	45,7	75,6
Financiamento de LP	14,3	37,5	8,1	38,2
Empréstimos BNDES LP	3,8	5,2	4,1	5,5
Debêntures de LP	0,9	0,8	4,2	0,5
Outros Itens	-1,4	10,2	-4,5	9,8
Total	36,8	19,5	37,9	27,1

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP

Nota: 104 empresas industriais total: 153 empresas

Fatores relativos ao setor têm grande peso na definição do padrão de financiamento, como pode ser identificado pela tabela xxx abaixo. Lucros retidos no período 2004/2007 foram mais elevados para:

- Saneamento (108,7%),
- Petróleo (74,1%),
- Material de Transporte (52,2%),
- Alimentos, Bebidas e Fumo (51,8%),
- Material Aeronáutico (51,8%),
- Máquinas e Equipamentos (51,7%),
- Editora (51,4%).

Os empréstimos do BNDES em 2008 (quando acelerou o aumento dos

investimentos) foram maiores para:

- Comércio de Medicamentos (117,2%),
- Utilidades Domésticas (52,6%),
- Máquinas e Equipamentos (32,0%),
- Material de Transporte (25,8%),
- Química (23,7%),
- Alimentos, Bebidas e Fumo (17,1%),
- Telefonia e comunicação (16,3%),
- Logística (14,4%),
- Madeira (13,9%).

A captação no mercado de ações foi relevante no período 2004/2007 para:

- Comércio de Medicamentos (69,8%),
- Construção e Material de Construção (42,6%),
- Editora (33,5%),
- Transporte Aéreo (33,4%),
- Alimentos, Bebidas e Fumo (21,1%),
- Madeira (16,7%),
- Logística (15,6%),
- Energia (13,0%),
- Química (9,5%).

A captação por meio de debêntures de longo prazo foi relevante no período 2004/2007 para:

- Saneamento (32,2%),
- Alimentos, Bebidas e Fumo (24,5%),
- Energia (23,2%),
- Telefonia e comunicação (22,5%),
- Transporte Aéreo (22,1%),
- Logística (17,8%),
- Construção e Material de Construção (15,2%),
- Logística (14,8%),
- Comércio Varejista (12,6%),
- Utilidades Domésticas (7,8%).

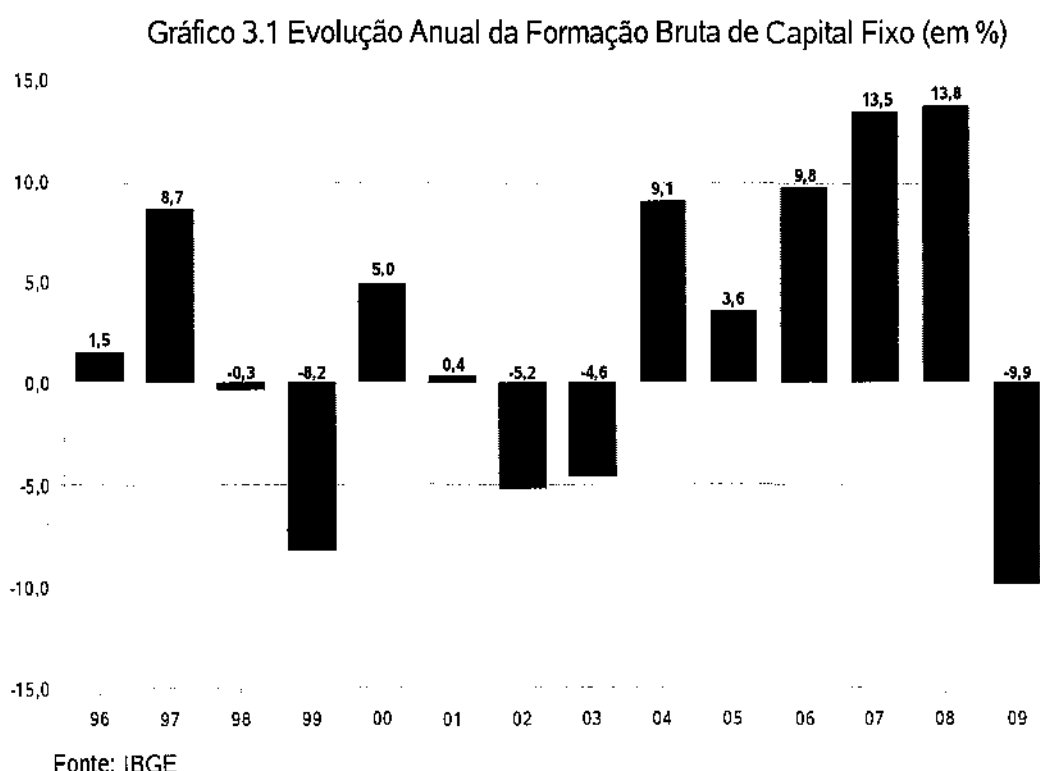
Tabela 3.15 Itens do Financiamento - 2004/2007 e 2008 (em %) - Participação sobre a Variação do Ativo Total Menos a Variação do Passivo Circulante

Segmento	Lucros retidos		Empréstimos BNDES LP		Ações (Of. Pública)		Debêntures LP		"Mercado" (Ações + Debêntures LP)	
	2004/07	2008	2004/07	2008	2004/07	2008	2004/07	2008	2004/07	2008
Total	46,4	23,6	4,9	7,2	3,9	12,2	5,0	0,6	8,9	12,8
Indústria	50,9	25,0	4,5	6,7	2,6	15,7	1,1	1,0	3,7	16,7
Indústria de Consumo	54,1	-90,4	6,7	36,2	32,7	0,0	36,2	-27,0	68,9	-27,0
Indústria de Meios-de-Produção	52,0	28,3	4,7	6,5	0,7	16,8	-0,2	1,1	0,5	17,9
Indústria de Construção e Material de Construção	12,3	11,2	-0,1	0,0	42,6	0,0	15,2	22,5	57,7	22,5
Indústria sem Petróleo e Mineração	38,5	-3,1	6,8	7,3	7,5	8,4	3,0	3,0	10,5	11,4
Serviços	25,8	17,8	5,7	9,4	9,1	0,0	22,6	-1,7	31,7	-1,7
Serviços sem Energia	12,8	5,3	14,7	11,6	6,0	0,0	22,1	-0,3	28,2	-0,3
Energia	41,9	37,4	-5,5	5,9	13,0	0,0	23,2	-3,9	36,1	-3,9
Utilities	28,5	25,0	4,1	10,6	7,0	0,0	23,4	-2,9	30,4	-2,9
Infra-Estrutura	24,9	24,3	5,9	10,8	8,2	0,0	22,6	-2,0	30,8	-2,0
Comércio	41,2	31,2	14,0	0,3	10,3	0,0	13,8	13,3	24,1	13,3
Bens Comercializáveis	52,1	25,3	4,7	6,9	1,5	16,0	0,7	0,5	2,2	16,6
Bens Não-Comercializáveis	25,2	18,2	5,8	8,2	12,7	0,0	21,2	0,9	33,8	0,9
Comércio de Medicamentos	24,7	607,6	11,2	117,2	69,8	0,0	0,0	0,0	69,8	0,0
Comércio Diversos	103,6	106,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Comércio Varejista	43,1	32,1	12,2	0,0	5,6	0,0	12,6	12,8	18,2	12,8
Alimentos, Bebidas e Fumo	51,8	-75,4	2,2	17,1	21,1	0,0	24,5	-24,0	45,6	-24,0
Brinquedos e Lazer	108,3	-168,3	-2,4	96,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Calçados, Têxtil, Vestuário e Couro	26,0	23,6	-7,5	-96,9	-10,1	0,0	-9,3	-7,3	19,4	-7,3
Construção e Material de Construção	12,3	11,2	-0,1	0,0	42,6	0,0	15,2	22,5	57,7	22,5
Editora	51,4	96,3	12,3	-16,8	33,5	0,0	0,0	0,0	33,5	0,0
Embalagens	42,2	0,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indústria Diversos	41,2	-2,2	-4,4	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,7	0,0
Madeira	36,3	50,2	-3,5	13,9	16,7	0,0	-6,0	0,0	10,7	0,0
Máquinas e Equipamentos	51,7	49,8	1,6	32,0	7,4	0,0	1,6	0,6	9,0	0,6
Material Aeronáutico	51,8	5,7	22,6	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Material de Transporte	52,2	51,7	31,1	25,8	5,5	0,0	-1,4	0,0	4,1	0,0
Mineração	41,1	30,7	2,6	4,9	0,0	36,3	0,0	0,0	0,0	36,3
Papel e Celulose	38,6	-331,2	16,3	2,4	0,0	0,0	4,1	4,7	4,1	4,7
Petróleo	74,1	50,2	4,0	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produtos de Limpeza	194,4	-226,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Química	21,1	-34,3	4,8	23,7	9,5	0,0	-2,0	-5,6	7,5	-5,6
Siderurgia e Metalurgia	44,0	31,5	3,2	0,4	0,0	16,3	-2,7	7,1	-2,7	23,4
Utilidades Domésticas	11,7	-36,0	10,5	52,6	0,0	0,0	7,8	9,5	7,8	9,5
Energia	41,9	37,4	-5,5	5,9	13,0	0,0	23,2	-3,9	36,1	-3,9
Logística	3,6	11,0	17,0	14,4	15,6	0,0	17,8	14,8	33,4	14,8
Saneamento	108,7	47,8	2,5	2,2	0,0	0,0	32,2	-28,4	32,2	-28,4
Telefonia e comunicação	-0,5	10,3	17,0	16,3	0,0	0,0	22,5	0,8	22,5	0,8
Transporte Aéreo	49,5	-25,1	0,0	0,0	33,4	0,0	22,1	0,0	55,5	0,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras. Elaboração BNDES/FECAMP (2009)

3.4 Padrão de investimento

Os investimentos se expandiam há nove trimestres consecutivos quando foram bruscamente interrompidos pela crise global no último trimestre de 2008 – quando registrou queda de 9,8%. Ainda assim, o ano de 2008 teve a maior expansão anual da Formação Bruta de Capital Fixo (13,8%) desde o começo da atual série histórica do IBGE, iniciada em 1996. Os efeitos da crise global sobre o volume dos investimentos se manifestaram em sua plenitude apenas no ano seguinte, 2009, em que a Formação Bruta de Capital Fixo encolheu 9,9% (ver gráfico 3.1). Vale ressaltar que a inversão produtiva obedece à uma dinâmica peculiar, na qual “às decisões de investir em um dado período de tempo, determinadas por certos fatores que operam durante esse mesmo período, seguem-se, com um hiato temporal, investimentos efetivos” (Kalecki, 1954: p. 117).



O *boom* de investimentos em curso antes da crise também pode ser confirmado por outro indicador, levantado junto às Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros, as “adições ao imobilizado”, que correspondem *grossa modo* ao fluxo de investimentos realizados pelas empresas. Para as mesmas 153 empresas da pesquisa BNDES/FECAMP sobre o padrão de financiamento, os valores nominais dos novos fluxos de investimento aumentaram 23,4% entre 2007 e 2008 (ver tabela 3.16). Apenas as empresas do Comércio reduziram seu fluxo de novos investimentos reais (-20,3%) no período, em função do processo de concentração por que passa o setor, “mas nos demais grupos os aumentos foram muito expressivos: as empresas da Indústria registraram +23%, tendo sido maior o aumento entre as empresas industriais sem a Petrobras e a Vale, 23,7%. Em Serviços, a variação chegou a 29,7% com aumento de 28,6% em infraestrutura. Nas companhias de Serviços excluídas as empresas de energia o crescimento chegou a 46,4%” (BNDES/FECAMP, 2009: p. 90).

E, passado o “dilúvio” entre o fim de 2008 e começo de 2009, já no segundo trimestre de 2009 se inicia a recuperação do investimento, que continua, com velocidade maior, na segunda metade do ano. Há sinais de que o ciclo de inversões interrompido em 2008 prossiga, tendo em vista, entre outros fatores, o estreitamento da capacidade ociosa e a recuperada confiança empresarial. Projetos que foram abortados ou suspensos tendem a ser retomados.

Mediante entrevistas junto a representantes de alto nível de 24 empresas no ano de 2009, a pesquisa BNDES/FECAMP identificou que os empresários brasileiros pretendem levar a efeito a expansão de seus ativos produtivos nos próximos três anos por meio de novas plantas (33% das 52 respostas), do aumento de capacidade de oferta com a aquisição de novos equipamentos (27%) e a modernização da estrutura produtiva (23%). À compra de novas empresas correspondeu um percentual menor (17%).

Se num primeiro momento após a crise financeira internacional, a perspectiva era de que projetos de expansão adicional da capacidade produtiva no país seriam engavetados e as estratégias mais audaciosas de expansão em mercados externos, postergadas, logo constatou-se que, absorvidos os impactos iniciais do choque externo, a grande empresa nacional deparou com um cenário muito propício à retomada dos investimentos societários ou em ativos fixos.

Oportunidades geradas pela crise internacional como a depreciação dos ativos no exterior e o enfraquecimento de empresas estrangeiras e nacionais, combinadas com a

revalorização do real e o apoio massivo do BNDES, facilitam seja o avanço do processo de internacionalização de grandes grupos nacionais seja o processo de concentração e consolidação de capitais em curso no capitalismo brasileiro.

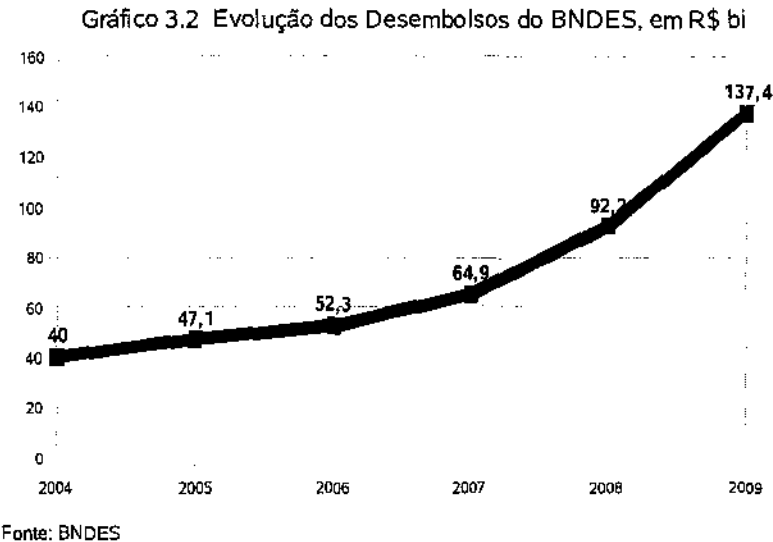
Por meio da atuação do BNDES e dos fundos de pensão das empresas estatais (Previ, Funcef e Petros), o governo tem patrocinado grandes operações de fusão e/ou aquisição, fomentando a formação de oligopólios gigantescos em setores diversos. Eis algumas transações recentes¹ em que o BNDES tomou parte:

- Oi/Telemar – abril de 2008, o Bndes libera R\$ 2,5 bilhões para a compra da |Brasil Telecom pela Oi
- Totvs – Em julho de 2008, o banco financiou a compra da Datasul pela Totvs. O banco já emprestou R\$ 3 bilhões para o setor de tecnologia da informação.
- Fibria – Em janeiro de 2009, a fusão de Votorantim Celulose e Aracruz, negociada desde antes da crise, deu origem à Fibria.
- BRF Foods – em maio de 2009, Sadia e Perdigão formaram a Brasil Foods, maior processadora de carne de frango do mundo.
- JBS – Fusão dos frigoríficos JBS-Friboi e Bertin, em setembro de 2009.

Além do apoio às aquisições e fusões (taxa de juros: CDI mais 1,5% a 2% ao ano), a atuação do BNDES se dá por meio de participações societárias (subscrição de ações pelo BNDESpa) e mormente financiamentos de investimentos produtivos como a aquisição de máquinas e a construção de plantas (pela TJLP).

(1) Para mais detalhes sobre a atuação recente do BNDES, ver SAFATLE, Cláudia. Política de apoio à formação de múltiplos brasileiros será ampliada. *Valor Econômico*, São Paulo, 11 fev. 2010. Brasil, p.A3.

Os recursos desembolsados pelo BNDES para o financiamento das empresas da amostra aumentaram a um ritmo maior que o das “adições ao imobilizado” (ver tabela 3.16 e gráfico 3.2), indicando que tem sido crescente a participação do BNDES no financiamento de longo prazo das empresas brasileiras. A evolução dos empréstimos do banco põe em evidência este movimento:



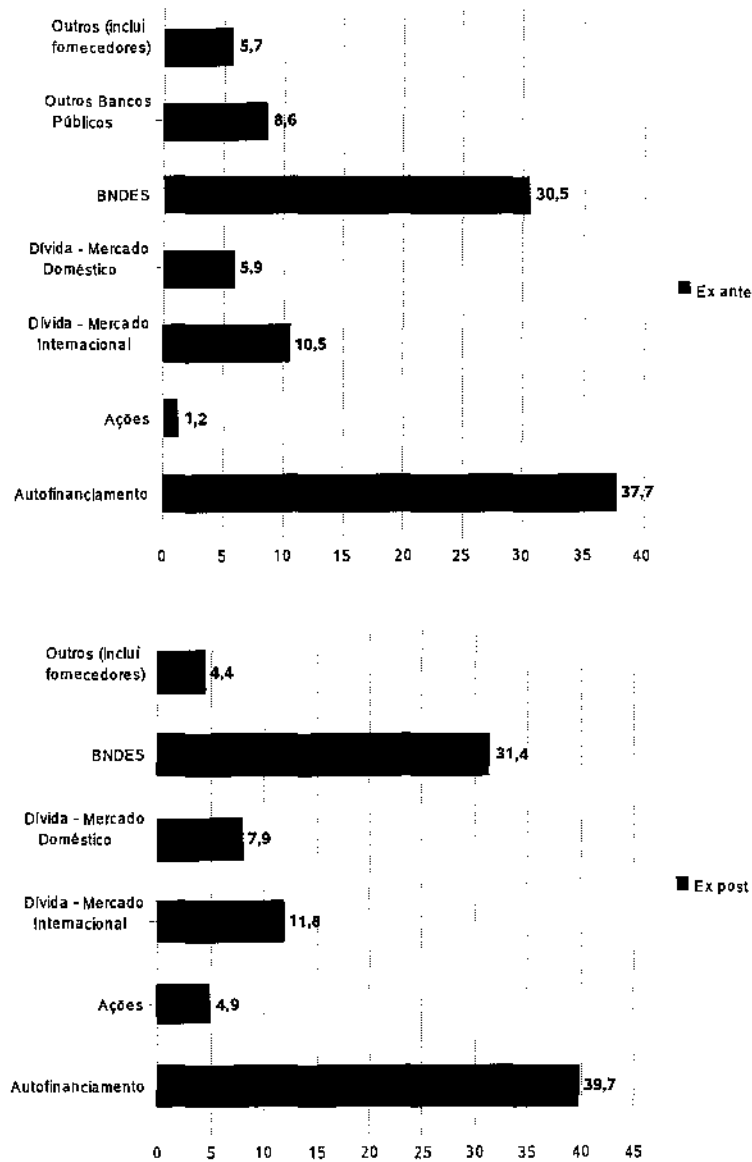
As entrevistas com os representantes das 24 empresas permitem traçar *ex-ante* o padrão de financiamento dos investimentos projetados para os próximos três anos, e compará-lo com padrão recente dos últimos três anos (ver gráfico 3.3). A primeira constatação é de que a crise não alterou significativamente o perfil das financiamento corporativo: 37,7% é o percentual esperado de geração de fluxos internos contra 39,7% registrado nos três anos anteriores. Espera-se uma participação de 30,5% das captações junto ao BNDES, um pouco menor do que o obtido no triênio precedente.

No padrão *ex-ante* de financiamento dos investimentos, o financiamento via mercado internacional cai um pouco (para 10,5% contra 11,8%) certamente em função das dificuldades de acesso ao crédito externo após o agravamento da crise internacional e pelos elevados prêmios de risco exigidos pelos títulos brasileiros, mas permanece como a terceira fonte mais relevante. Cai bastante a expectativa de levantar recursos no mercado de capitais doméstico, de 4,9% para 1,2%.

A surpresa maior do levantamento é a grande contribuição esperada dos recursos provenientes de bancos públicos, decerto em função da acentuada expansão da atividade creditícia destes bancos no período mais agudo da crise entre o trimestre final de 2008 e

o primeiro semestre de 2009.

Gráfico 3.3 Padrão ex post e ex ante de financiamento de projetos de investimento (em %)



Fonte: BNDES/FECAMP

Tabela 3.16 - Fluxos de Investimento Real (Adições no Imobilizado) Financiamento de Longo Prazo do BNDES e Lucros Retidos - %

Segmento	Variação Nominal de Adições ao Imobilizado	Variação Nominal Emp. BNDES LP	Lucros retidos / Adições no Imobilizado		Aumento Emp. BNDES LP / Adições no Imobilizado		Lucros Retidos + BNDES / Adições no Imobilizado		(Lucros Retidos 2007 + Aumento Emp. BNDES LP 2008) / Adições no Imobiliz. 2008
	2007 / 08	2007 / 08	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007 / 2008
Total	23,9	45,8	46,6	35,4	5,3	10,8	51,9	46,2	57,4
Indústria	23,0	57,5	53,7	40,5	3,8	11,0	57,5	51,5	64,7
Indústria de Consumo	32,0	60,8	31,4	-48,1	5,0	19,3	36,4	-28,9	50,6
Indústria de Meios-de-Produção	22,7	57,1	54,5	45,9	3,8	10,5	58,3	56,4	65,0
Indústria de Construção e Material de Construção	-31,2	-38,4	139,7	140,4	-0,5	-0,1	139,2	140,3	139,6
Indústria sem Petróleo e Mineração	23,7	32,3	57,6	-7,0	11,1	16,6	68,7	9,6	74,2
Serviços	29,7	33,1	26,5	20,7	8,4	11,0	34,9	31,6	37,5
Serviços sem Energia	46,4	32,1	20,9	6,2	10,8	13,6	31,8	19,8	34,5
Energia	10,0	36,7	33,1	43,3	5,5	6,9	38,6	50,1	40,0
Utilities	29,6	35,2	27,1	25,1	8,5	10,7	35,5	35,8	37,8
Infra-Estrutura	28,6	33,1	26,6	25,0	8,5	11,2	35,1	36,2	37,8
Comércio	-20,3	0,6	47,7	61,1	22,4	0,6	70,1	61,7	48,2
Bens Comercializáveis	23,2	57,5	53,2	40,3	3,8	11,0	57,0	51,3	64,2
Bens Não-Comercializáveis	25,7	29,8	29,7	23,2	9,1	10,4	38,8	33,6	40,1
Comércio de Medicamentos	27,7	19,0	55,7	75,6	47,6	14,6	103,3	90,1	70,3
Comércio Varejista	-17,6	0,1	48,7	57,7	19,6	0,1	68,3	57,8	48,8
Alimentos, Bebidas e Fumo	38,7	46,3	42,6	-53,4	1,8	12,1	44,4	-41,3	54,7
Calçados, Têxtil, Vestuário e Couro	-12,6	126,7	-51,2	-22,9	20,0	94,0	-31,2	71,0	42,7
Construção e Material de Construção	-31,2	-38,4	139,7	140,4	-0,5	-0,1	139,2	140,3	139,6
Editora	52,1	-30,5	223,1	150,4	26,8	-26,3	249,8	124,2	196,8
Embalagens	134,8	0,0	42,1	0,3	-22,1	0,0	20,0	0,3	42,1
Indústria Diversos	89,7	0,0	79,0	-67,2	0,0	0,0	79,0	-67,2	79,0
Madeira	147,0	60,0	69,6	31,8	5,8	8,8	75,4	40,7	78,4
Máquinas e Equipamentos	27,1	47,2	115,0	45,7	20,1	29,4	135,0	75,1	144,3
Material Aeronáutico	16,6	52,1	50,4	42,4	66,8	71,7	117,1	114,1	122,0
Material de Transporte	29,6	34,8	60,5	56,7	64,4	28,3	125,0	85,0	88,8
Mineração	42,2	117,5	115,9	87,9	7,7	14,1	123,7	101,9	130,0
Papel e Celulose	-16,4	1,0	33,2	-148,3	19,0	1,1	52,2	-147,2	34,3
Petróleo	17,0	99,4	33,6	44,4	-0,4	7,3	33,2	51,8	41,0
Produtos de Limpeza	150,6	0,0	585,1	22,6	0,0	0,0	585,1	22,6	585,1
Química	38,7	129,3	15,5	-62,3	11,5	43,1	27,1	-19,2	58,6
Siderurgia e Metalurgia	54,1	5,1	142,1	162,5	-8,1	2,0	134,1	164,5	144,2
Utilidades Domésticas	81,4	-56,9	35,0	34,3	56,9	-50,1	91,9	-15,9	-15,1
Energia	10,0	36,7	33,1	43,3	5,5	6,9	38,6	50,1	40,0
Logística	2,9	18,5	14,9	20,8	8,4	27,2	23,3	48,0	42,0
Saneamento	44,7	23,0	74,5	46,6	0,9	2,1	75,5	48,8	76,7
Telefonia e comunicação	48,2	35,0	16,1	9,1	12,3	14,5	28,4	23,6	30,6
Transporte Aéreo	120,4	0,0	17,9	-194,7	0,0	0,0	17,9	-194,7	17,9

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras. Elaboração Própria.

CONCLUSÃO

Este trabalho se baseia em relatório de pesquisa levada a cabo em consórcio entre BNDES, FECAMP, Universidade Estadual de Campinas e da Universidade Federal do Rio de Janeiro, que levantou dados em demonstrativos contábeis e entrevistas para a análise do desempenho econômico-financeiro e das mutações nas estruturas ativas e passivas das empresa brasileiras de grande porte. Ao todo, 172 empresas brasileiras de capital aberto foram analisadas e comparadas em três momentos distintos na história econômica recente do país: o intervalo entre 1998-2002, o período pré-crise de 2003-2007 e o biênio crítico de 2008/2009.

O primeiro período é caracterizado por grande instabilidade e baixo desempenho econômico. No marco de sucessivas crises internas e externas, a rentabilidade, de um modo geral, foi fortemente deprimida. As empresas de Serviços registraram um desempenho quase nulo sob o pesado custo de elevado endividamento, ao passo que a Indústria e o Comércio conseguiram preservar melhor seus lucros líquidos dos efeitos macroeconômicos.

O segundo período exhibe um dinamismo econômico inédito decorrente da farta liquidez internacional e do aumento do nível de atividade global e do comércio internacional, o que ampliou a demanda de produtos básicos e ensejou a elevação dos seus preços, sobretudo de *commodities* agrícolas, minerais e energéticas, impulsionando a taxa de crescimento das exportações e do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. No plano doméstico, a conjuntura macroeconômica favorável é completada pela dinamização do mercado interno resultante do aumento real do emprego e da renda dos trabalhadores, dos programas de transferência de renda e da baixa inflação verificada entre 2003 e 2007.

O aumento geral das taxas e margens de lucro para o conjunto das grandes empresas não-financeiras atuantes no Brasil no período de 2003-2007 se explica, primeiro, pela elevação da margem de lucro operacional e, segundo, pela diminuição das despesas financeiras líquidas como proporção da receita de vendas. Os lucros maiores permitiram às empresas reduzir o endividamento oneroso líquido e, em consequência, ter custos financeiros menores, encetando uma espécie de círculo virtuoso de desendividamento – lucros maiores, dívidas menores com prazos mais longos e custos

financeiros cadentes.

Entre os dois períodos, a Indústria como um todo liderou a melhora nos índices de lucratividade. O setor com melhor desempenho foi o de meios de produção, no qual se encontram produtores de *commodities* valorizadas no ciclo recente, quais sejam: papel e celulose, produtos químicos, siderurgia, mineração, etc, ou produtores de bens de produção, aviões, entre outros. As indústrias intensivas em recursos naturais apuraram as maiores taxas de rentabilidade no período de 2003-2007.

Indústrias de bens de consumo e de construção, apesar de resultados, em média, inferiores aos do macrossetor como um todo, têm tido uma evolução mais favorável em função do aquecimento do mercado interno nos últimos anos.

Quanto às demais empresas industriais, o melhor desempenho das taxas de retorno sobre o patrimônio líquido das empresas exportadoras *vis-à-vis* as empresas não-exportadoras não pode ser explicado pela margem de lucro dos negócios, cujo aumento foi menor na atividade exportadora devido ao efeito negativo da valorização do real sobre as receitas externas e à maior concorrência em mercados externos. O fator explicativo foi a redução significativa das despesas financeiras líquidas decorrente do acesso privilegiado das empresas exportadoras a fontes de financiamento mais baratas (adiantamentos de contrato de câmbio). A reversão do ciclo de liquidez e a valorização do dólar provocadas pela crise de 2008 mostraram que algumas destas empresas se excederam no processo de alavancagem e nas apostas especulativas no mercado futuro de câmbio.

Com a estabilização inflacionária da economia na década de 90, a grande empresa brasileira transitou de um padrão de baixo endividamento adotado nos anos 80 para um padrão de financiamento em linha com as referências internacionais com tendência de aumento tanto do nível de endividamento total quanto do endividamento de longo prazo. No entanto, no segundo período do estudo de 2003-2007 as empresas aproveitaram seus lucros maiores para reduzir o endividamento oneroso líquido. Demonstrando que o endividamento manteve relação negativa tanto com a lucratividade (retorno sobre ativos) dos anos 2000, quanto com o risco macroeconômico excessivo dos anos 80.

Quanto às operações ativas, duas inferências podem ser feitas: 1) o grosso das inversões produtivas foi levado a cabo pelas gigantes Petrobras e Vale, e 2) as demais empresas industriais aceleraram seus investimentos em capital fixo apenas no final do segundo período da análise. Durante boa parte da corrente década, a aposta empresarial foi comedida no sentido de executar somente os investimentos necessários à manutenção

da participação de mercado e à modernização das plantas produtivas sem ampliar demasiado a capacidade instalada.

O aumento das inversões produtivas demandaria mais tempo para que os empresários no país se compenstrassem da necessidade de grandes projetos de investimento. Apenas no final do período de 2003-2007, surgiram sinais de que as inversões produtivas se acelerariam, mas o processo foi momentaneamente interrompido pela crise internacional.

Empresas de setores intensivos em trabalho e escala, como visto no item 2.4 – Ativo, têm passado por um processo massivo de “atrofia” de seus ativos produtivos ao longo da última década, que bem pode ser chamado de “desindustrialização”. A principal causa aventada, entre outros fatores, é o efeito do câmbio sobreapreciado sobre a capacidade destas indústrias brasileiras de competir com estrangeiros. O real forte aumenta os custos de produção em dólares, e subtrai lucratividade aos produtores nacionais. Com frequência, a saída encontrada pela indústria tem sido aumentar as importações de bens de produção, acarretando aumento na “porosidade de cadeias produtivas relevantes”.

De cores especialmente dramáticas se pinta o caso da indústria de brinquedos e lazer, que está, por assim dizer, em “via de extinção”: seus investimentos, seu ativo total, suas taxas de lucro se acham numa espiral descendente desde 1998.

A crise determina forte retração da economia brasileira no último trimestre de 2008 e desvaloriza significativamente o real em relação ao dólar. A despeito disso, a margem de lucro dos negócios empresariais foi preservada e em alguns casos registrou até mesmo um aumento na média do ano de 2008. Mas pode-se ver pelos balanços parciais do primeiro trimestre de 2009, que os lucros da atividade das empresas também seriam afetados num segundo momento. No entanto, o impacto maior sobre a queda da rentabilidade derivou do incremento das despesas financeiras líquidas, o que se deve menos aos efeitos da desvalorização cambial sobre estoque (já reduzido) de dívidas denominadas em moeda estrangeira do que às consequências da especulação nos mercados de derivativos cambiais. O arrojo das corporações nacionais na busca do lucro não-operacional com derivativos financeiros foi a porta de entrada da crise financeira global de 2008/2009 no Brasil.

Desta feita, os países em desenvolvimento foram atingidos de forma menos dramática do que em eventos anteriores, o que se deve, entre outras razões, à combinação de um ambiente externo muito favorável e um melhor manejo da política

econômica, que permitiu a estes países reduzir seu endividamento, repactuar o pagamento de sua dívida em melhores condições e, ao mesmo tempo, aumentar suas reservas internacionais. Tais condições iniciais da economia brasileira no momento da eclosão da crise também possibilitaram a rápida recuperação do país.

Um último ponto a ser ressaltado é a transformação das relações das empresas brasileiras com os bancos privados domésticos que foi responsável pela dinâmica peculiar das empresas durante a crise internacional. Vejamos:

Por ocasião da queda da demanda e da deterioração das expectativas no último trimestre de 2008, os empresários reduziram o volume de produção e engavetaram seus projetos de investimento, mas não o fizeram em virtude da redução do crédito privado para as pessoas jurídicas. Como visto na pesquisa sobre o padrão de financiamento no Brasil, as companhias produtivas contam cada vez menos com os recursos captados junto às instituições privadas para bancar seus investimentos fixos, substituindo-os, em larga medida, pelos financiamentos de longo prazo do BNDES e de outros bancos públicos, que aumentaram sua atuação no momento mais agudo da crise ocupando o “vácuo” deixado no mercado pelos bancos privados. Estes se retraíram em função do temor de conceder empréstimos a empresas comprometidas por operações mal sucedidas em mercados futuros de câmbio. Dada a pouca transparência das transações com derivativos e a magnitude “impoderável” dos prejuízos financeiros em mercados opacos (Farhi & Borghi, 2009), era alta a probabilidade de que as empresas envolvidas não conseguissem gerar fluxos internos suficientes para honrar compromissos com os bancos.

Não que o travamento do crédito imposto pelo sistema bancário privado não tenha tido efeitos recessivos: a maior dificuldade na obtenção de novos empréstimos ou refinanciamento de antigos obrigou os empresários a promover um forte movimento de liquidação de estoques para “fazer” caixa. Pois, embora dependam cada vez menos dos bancos privados para financiar investimentos fixos, estes permanecem como a principal fonte de seu capital de giro.

Assim, se num primeiro momento após a crise financeira internacional, a perspectiva era de que projetos de expansão adicional da capacidade produtiva no país seriam abortados e as estratégias mais audaciosas de expansão em mercados externos, postergadas, logo constatou-se que, absorvidos os impactos iniciais do choque externo, a grande empresa nacional deparou com um cenário muito propício à retomada dos investimentos societários ou em ativos fixos:

De um lado, oportunidades geradas pela crise internacional como a depreciação dos ativos no exterior e o enfraquecimento de empresas estrangeiras e nacionais, combinadas com a revalorização do real e o apoio massivo do BNDES, facilitam seja o avanço do processo de internacionalização de grandes grupos nacionais seja o processo de concentração e consolidação de capitais em curso no capitalismo brasileiro.

E de outro, com a forte retomada do crescimento interno no pós-crise, fatores como o estreitamento da capacidade ociosa e a recuperada confiança empresarial podem “reacender” o ciclo de inversões interrompido em 2008.

METODOLOGIA E DADOS ADICIONAIS

Esta monografia utiliza como principal fonte de dados o relatório de pesquisa sobre o padrão de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil que foi realizada em parceria entre o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e a FECAMP (Fundação Economia de Campinas). Publicado no ano de 2009, realiza um extenso levantamento para o período entre 1998 e 2007 com 172 empresas brasileiras de capital aberto e, por indisponibilidade de dados para o ano de 2008, o grupo original de empresas se reduziu para 157. Compilando dados disponíveis em balanços patrimoniais e demonstrações financeiras, e colhendo informações por meio de entrevistas com representantes das empresas, foram elaborados diversos indicadores econômico-financeiros, entre outros:

a) Rentabilidade

Rentabilidade sobre o Ativo Total: relaciona o lucro líquido e o ativo total, constituindo uma taxa de rentabilidade;

Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido: relaciona o lucro líquido e o patrimônio líquido, constituindo também uma taxa de rentabilidade;

Rentabilidade sobre a Receita Líquida: um conceito de margem líquida de lucro; é a relação entre lucro líquido e a receita líquida;

Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida: também um conceito de margem, porém uma margem de lucro de atividade, a qual retrata a lucratividade operacional não-financeira das empresas; lucro de atividade é o resultado operacional sem as despesas financeiras líquidas.

b) Estrutura de Capitais, Endividamento e Distribuição dos Ativos

Relação entre Passivo Circulante e o Ativo Total: relaciona os compromissos de curto prazo (inferiores a um ano) com o ativo total;

Relação entre Exigível de Longo Prazo e o Ativo Total: relaciona os compromissos de longo prazo (superiores a um ano) com o ativo total;

Relação entre Capital de Terceiros e Ativo Total: relaciona os compromissos totais (capitais de terceiros) de curto e longo prazo com o ativo total;

Relação entre o Capital de Terceiros e o Capital Próprio: indicador geral de endividamento. Estabelece quanto de capital de terceiros a empresa mobiliza para cada unidade de patrimônio líquido;

Relação entre o Endividamento Oneroso Líquido e o Capital Próprio: é um indicador qualificado de endividamento por relacionar o endividamento oneroso líquido com recursos próprios, ou patrimônio líquido; endividamento oneroso líquido é formado pelos empréstimos e financiamentos e as debêntures menos as disponibilidades e as aplicações financeiras;

Participação dos Empréstimos de Curto Prazo no Total de Empréstimos: é um indicador de qualidade do endividamento que avalia o grau de vulnerabilidade do passivo oneroso;

Distribuição dos Ativos: mostra a distribuição dos ativos financeiros e não-financeiros das empresas. Os ativos foram classificados em aplicações financeiras (AF), ativo circulante (exceto aplicações financeiras), imobilizado, permanente e outros.

Além desses indicadores, a análise também se municiou da evolução em termos reais (corrigidos pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo, IPCA) de vários itens componentes do balanço patrimonial e da demonstração de resultados, como relacionado abaixo:

Demonstração de Resultados (DRE): receita líquida, lucro líquido, custo direto, despesas financeiras, receitas financeiras e despesas financeiras líquidas; Balanço Patrimonial: ativo total; aplicações financeiras (disponível em caixa mais aplicações financeiras de curto prazo); ativo circulante; permanente; patrimônio líquido; imobilizado;

As conclusões padecem de um viés em favor de empresas de grande porte, em maioria na amostra, e podem, portanto, não ser generalizáveis para as empresas de menor porte ou não listadas em bolsas de valores. Defeito de grande parte dos estudos sobre finanças corporativas, o viés da grande empresa frustra as tentativas analíticas de se mensurar o poder explicativo da variável tamanho da firma.

Mais informações podem ser buscadas no relatório da pesquisa BNDES/FECAMP (2009).

BIBLIOGRAFIA

- ALMEIDA, Júlio S. G. Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80. Campinas: IE/Unicamp (Tese de doutoramento), 1994
- ALMEIDA, Júlio S. G. As contradições do ciclo de commodities, Revista Novos Estudos, nº 81. São Paulo: Cebrap, julho de 2008.
- ALMEIDA, Júlio S. G. & BELLUZZO, Luiz G. M. Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 2002.
- BNDES/FECAMP. Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil. Campinas: Fecamp/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES/UFRJ, agosto de 2009.
- BRAGA, J. C. S. Financeirização global. In Tavares, M. C. e Fiori, J. L. Poder e Dinheiro. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- CARNEIRO, Ricardo. O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico). Campinas: Texto para Discussão. IE/UNICAMP nº 167, setembro de 2009a. Disponível em – <http://www.eco.unicamp.br>.
- CARNEIRO, Ricardo. O Brasil Frente à Crise Global. Interesse Nacional, p. 20-30, abril/junho de 2009b.
- CEPAL (Comissão Econômica para América Latina e Caribe). La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir (LC/G.2432). Santiago de Chile: Nações Unidas, 2010.
- CHESNAIS, F. (Coord.) A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.
- CINTRA, Marcos A. M. & FARHI, Maryse. A crise financeira e o *global shadow banking system*, Revista Novos Estudos, nº 82. São Paulo: Cebrap, novembro de 2008.
- CNI (Confederação Nacional da Indústria). Crescimento. A visão da indústria. Brasília: CNI, 2006.

DEOS, Simone S. Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais. Campinas: IE/Unicamp (mimeo).

FARHI, Maryse & PRATES, Daniela M. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. Campinas: IE/Unicamp (Texto para discussão, nº 164), junho de 2009. Disponível em – <http://www.eco.unicamp.br>.

FARHI, Maryse & BORGHI, Roberto A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. São Paulo: Estudos Avançados 23 (66), maio de 2009

FARHI, Maryse. O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. Campinas: IE/Unicamp (Tese de Doutorado), 1998.

FUNDAP. Crise e Pós-Crise: O impacto sobre as Grandes Empresas Brasileiras de Capital Aberto. Nota Técnica do Grupo de Conjuntura da Fundap. São Paulo: Fundap, 2010. Disponível em – <http://debates.fundap.sp.gov.br>

FUNDAP. Análise Patrimonial e Financeira das Grandes Empresas Brasileiras – 2002 – 2007. Projeto de pesquisa Análise econômico-financeira das companhias abertas. São Paulo: Fundap/Nobel Planejamento S/C Ltda, junho de 2008 (mimeo).

GREENWOOD E SMITH. Financial markets in development and the development of financial markets. Journal of Economic Dynamics and Control.

HERMANN, Jennifer. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. Barueri, SP: Editora Manolo e Fundação Konrad Adenauer, 2003.

JUNIOR, W. Rodrigues & MELO, G. Monteiro. Padrão de financiamento das empresas no Brasil. Texto de discussão do IPEA, nº 653, julho de 1999.

LEAL, Ricardo P. C. Estrutura de capitais comparada - Brasil e mercados emergentes. Revista de Administração de Empresas, v. 48, n.4, p. 67-78, 2008.

LEVINE, R., ZERVOS, S. Stock market development and long-run growth. The World

Bank

Economic Review, v. 10, n. 2, p. 323-339, May 1996.

MAYER, C. Financial systems, corporate finance and economic development. In: HUBBARD, G. (ed.) Assimetric information, corporate finance, and investment.— Chicago: The University of Chicago Press, 1990.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. American Economic Review, v. 48, p. 201-297, 1958.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. e JAFFE, J. Corporate finance. Fourth Edition. Richard D. Irwin, 1996.

SCHWARTSMAN, Alexandre. Húbris. Dezembro de 2009. Disponível em – <http://www.maovisivel.blogspot.com/>

TERRA, P. R. S. An empirical investigation on the determinants of capital structure in Latin America. Anais... do ENANPAD, 2002.

ZONENSCHAIN, Claudia N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. Rio de Janeiro: BNDES/PNUD, 1998. (mimeo)

ZYSMAN, J. Government, markets and growth. Cornell University Press, 1983.