



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

**ECONOMIA FINANCEIRA E ECONOMIA PRODUTIVA:
O PADRÃO DE FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA
AUTOMOBILÍSTICA**

Roberto Alexandre Zanchetta Borghi

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Fernando Sarti.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendido por **Roberto Alexandre Zanchetta Borghi** em 28/02/2011 e orientado pelo Prof. Dr. Fernando Sarti.*

CPG, 28/02/2011

A handwritten signature in blue ink, appearing to be "Roberto Borghi", is written over a horizontal line. The signature is stylized and extends below the line.

Campinas, 2011

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/ UNICAMP**

B644e	<p>Borghi, Roberto Alexandre Zanchetta. Economia financeira e economia produtiva: o padrão de financiamento da indústria automobilística/ Roberto Alexandre Zanchetta Borghi. – Campinas, SP: [s.n.], 2011.</p> <p>Orientador: Fernando Sarti. Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.</p> <p>1. Indústria automobilística. 2. Financiamento. 3. Crédito. I. Sarti, Fernando. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.</p>
	11-025-BIE

Título em Inglês: Financial economy and productive economy: the finance pattern of automobile industry

Keywords: Automobile industry ; Finance ; Credit

Area de Concentração : -----

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora: Prof. Dr. Fernando Sarti
Prof. Dr. Edgard Antonio Pereira
Prof. Dr. Marcos Antonio Macedo Cintra

Data da defesa: 28-02-2011

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluno: ROBERTO ALEXANDRE ZANCHETTA BORGHI

**“Economia Financeira e Economia Produtiva: o padrão de
financiamento da indústria automobilística”**

Defendida em 28 / 02 / 2011

COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. FERNANDO SARTI
Orientador - IE / UNICAMP



Prof. Dr. EDGARD ANTONIO PEREIRA
IE / UNICAMP



Prof. Dr. MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA
IPEA/DF

*Aos meus pais,
Esmeralda e José Roberto*

Agradecimentos

Essa dissertação é resultado de um trabalho árduo realizado ao longo de dois anos de muito aprendizado. Sou imensamente grato a todos que direta ou indiretamente me apoiaram e contribuíram para sua concretização.

Agradeço a Deus, que sempre guiou meus passos e tornou tudo isso possível.

Agradeço aos dois orientadores que tive em tão pouco tempo: ao amigo Marcos Antonio Macedo Cintra, que acompanhou todo o trabalho e me possibilitou um grande avanço intelectual e científico desde a graduação, quando foi meu orientador e me deu as primeiras oportunidades, e ao professor Fernando Sarti, que prontamente aceitou assumir essa responsabilidade após a ida de Marcos para o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) e me auxiliou na condução e conclusão dessa pesquisa.

Sou grato aos membros que compuseram a banca para a defesa dessa dissertação – Marcos Cintra, Edgard Pereira, Reginaldo Arcuri e Fernando Sarti – e aos professores Célio Hiratuka e, novamente, Marcos Cintra, participantes da banca de qualificação, pelas contribuições e leitura cuidadosa que enriqueceram esse trabalho.

Devo agradecer ainda à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp), que me concedeu a bolsa de mestrado e tornou viável essa dissertação, bem como ao parecerista anônimo, que acompanhou e avaliou seu andamento sempre com imparcialidade e relevantes comentários.

Meus agradecimentos se estendem ao corpo docente do Instituto de Economia (IE) da Unicamp. Foram diversos os professores que contribuíram para o meu amadurecimento acadêmico, seja durante as disciplinas do mestrado, seja na parceria para a realização de diferentes trabalhos.

Agradeço também à coordenação do curso, à diretoria do IE e aos funcionários, sempre prontos a ajudar, da secretaria de pós-graduação, da biblioteca e do xerox.

Não poderia deixar de agradecer aos colegas de pós-graduação, especialmente de turma, o convívio, os trabalhos realizados e os vários momentos de estudo conjunto e de descontração. Foram muitas discussões e boas risadas com: Caio, Daniela, Débora, Diego, Eduardo, Elia, Everton, Guilherme(s), Henrique, Humberto(s), Igor, Jaim, Leonardo, Mariana e Rogério. Mesmo sem os encontros diários, espero levá-los pela vida.

Um agradecimento especial ao amigo de grandes jornadas Igor, quem posso considerar meu irmão mais novo, não apenas por sugestões a esse trabalho, mas principalmente pelos constantes incentivos e importantes conquistas juntos.

Sou eternamente grato à minha família, que esteve sempre ao meu lado, nas alegrias e dificuldades. À minha mãe Esmeralda, pelo apoio e carinho incondicional em toda a minha vida e aos ensinamentos que me permitiram ser quem sou. Ao meu pai José Roberto, pelos princípios elementares de um grande caráter. Ao meu irmão Marcelo, meu grande amigo, pelo companheirismo e tantos auxílios tecnológicos.

Agradeço também às minhas tias Hilda e Leo e à prima Leda que, mesmo distantes, sempre torceram por mim.

Mais do que palavras, cada um sabe de sua importância e de minha sincera gratidão.

[...] Dream, and they might come true [...]

“Dream” (1944), de Johnny Mercer

“Credit is the pavement along which production travels; and the bankers [having a monopoly of magic, p.195], if they knew their duty, would provide the transport facilities to just the extent that is required in order that the productive powers of the community can be employed to their full capacity” (Keynes, 1930, v. II, p.197).

“O mercado monetário é sempre, por assim dizer, o quartel-general do sistema capitalista, do qual partem as ordens para as suas divisões individuais, e o que ali é debatido e decidido é sempre em essência o estabelecimento de planos para o desenvolvimento posterior. Todas as espécies de requisitos de crédito vêm a esse mercado; nele todas as espécies de projetos econômicos travam relação uns com os outros e lutam por sua realização; todas as espécies de poder de compra, saldos de toda sorte, fluem para ele a fim de serem vendidos” (Schumpeter, 1912, p.86).

Resumo

As transformações produtivas e financeiras verificadas no sistema econômico a partir das décadas de 1970 e 1980 apontam para um crescente papel das finanças na dinâmica das corporações. Nesse contexto, essa dissertação busca caracterizar o padrão de financiamento da indústria automobilística, sob a perspectiva da produção, do investimento (incluindo inovação) e da comercialização. Tomam-se como referencial teórico as contribuições de Keynes, Minsky, Kalecki e Schumpeter. A partir dos relatórios financeiros de importantes montadoras, analisam-se suas estruturas financeiras na década de 2000, procurando delinear semelhanças e diferenças entre os grupos (americanos, europeus e asiáticos). Destaca-se a atuação de seus braços financeiros, diretamente associados às vendas e ao desempenho das companhias, bem como dos fornecedores nas linhas de montagem. Ressalta-se a importância do crédito na dinâmica do setor, explicitada durante a recente crise econômica mediante a redução das vendas de veículos e o agravamento da situação prévia de fragilidade financeira de montadoras americanas.

Palavras-chave: indústria automobilística; padrão de financiamento; estrutura financeira; crédito.

Abstract

Productive and financial changes observed in the economic system since the 1970s and 1980s point to an increasing role of finance in the corporations' logic. In this context, the thesis aims to characterize the finance pattern of automobile industry, from production, investment (including innovation) and commercialization perspectives. The theoretical approach is based on Keynes', Minsky's, Kalecki's and Schumpeter's contributions. Financial structures of important carmakers during the 2000s are analyzed using their financial reports. Similarities and differences between American, European and Asian groups are stressed. Both behaviors of their financial arms, directly related to sales and to companies' performance, and of suppliers in assembly lines are expressed. It is also emphasized the importance of credit to the sectoral dynamics, made explicit during the recent economic crisis by the decrease in auto sales and the aggravation of a previous situation of American carmakers' financial fragility.

Keywords: automobile industry; finance pattern; financial structure; credit.

Lista de Ilustrações

FIGURAS

Figura 1 – Partes, módulos e sistemas.....	53
Figura 2 – Composição do passivo circulante: principais contas de grupos automobilísticos selecionados (%).....	61
Figura 3 – Estrutura de capital: capital de terceiros e capital próprio (%).....	68
Figura 4 – Participação dos ativos do setor financeiro e do setor automotivo no estoque de riqueza das principais montadoras, 2000-2009 (%).....	74
Figura 5 – Participação das receitas do setor financeiro e do setor automotivo no total de receitas das principais montadoras, 2000-2009 (%).....	78
Figura 6 – Lucro líquido de grupos automobilísticos selecionados, por segmento (automotivo e financeiro), 2000-2009 (US\$ milhões).....	80
Figura 7 – Fontes de financiamento de grupos automobilísticos selecionados: recursos próprios e de terceiros em relação ao endividamento de longo prazo (%).....	91
Figura 8 – Fluxo anual de investimento em capital fixo e de emissão e pagamento de dívidas de longo prazo (US\$ bilhões).....	94
Figura 9 – Fluxo anual de investimento em capital fixo e de despesas com depreciação e amortização (US\$ bilhões).....	95
Figura 10 – Indicadores das condições de financiamento de veículos novos e usados nos Estados Unidos, 1971-2010.....	112
Figura 11 – Composição do ativo circulante: principais contas de grupos automobilísticos selecionados (%).....	117
Figura 12 – Indicadores das condições de financiamento de veículos novos e usados nos Estados Unidos, 2007-2010.....	127
Figura 13 – Variação do estoque anualizado de vendas de veículos leves e de crédito nos Estados Unidos (% mês a mês).....	129
Figura 14 – Evolução das cotações das ações de companhias selecionadas do setor automobilístico na NYSE, abril de 2008 a abril de 2009 (em US\$).....	133

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Produção mundial de veículos distribuída por montadoras, 1998-2009.....	57
Gráfico 2 – Evolução dos ativos de grupos do setor automobilístico, 2000-2009 (US\$ milhões).....	65
Gráfico 3 – Participação dos compromissos com aposentadorias e pensões de longo prazo no endividamento total, por grupo automobilístico (%).....	71
Gráfico 4 – Receitas de grupos automobilísticos selecionados, 2000-2009 (US\$ milhões).....	76

Gráfico 5 – Lucro líquido de grupos automobilísticos selecionados, 2000-2009 (US\$ milhões) .	79
Gráfico 6 – P&D realizada por modalidade de empresa no setor automotivo (US\$ milhões)	97
Gráfico 7 – Participação dos gastos de P&D na indústria automotiva em relação a todos os setores, por país, diversos anos (%).....	98
Gráfico 8 – Número de alianças tecnológicas no setor automotivo, por tipo (com ou sem participação acionária), 1980-2006.....	105
Gráfico 9 – Número de alianças tecnológicas no setor automotivo, por origem do capital, 1980-2006.....	105
Gráfico 10 – Licenciamento de veículos novos, países selecionados, 2000-2009 (em mil unidades).....	106
Gráfico 11 – Participação de mercado das vendas de veículos nos Estados Unidos, por empresa, 1961-2009 (%).....	108
Gráfico 12 – Exportações de veículos, países selecionados, 2000-2009 (em mil unidades).....	110
Gráfico 13 – Importações de veículos, países selecionados, 1999-2008 (em mil unidades).....	110
Gráfico 14 – Preço médio de veículos novos e usados nos Estados Unidos (US\$).....	114
Gráfico 15 – Evolução do estoque anualizado de vendas de veículos leves nos Estados Unidos, SAAR (em milhões de unidades).....	128
Gráfico 16 – Produção do setor automotivo americano, dividida em valor adicionado e insumos, 1997-2009	135
Gráfico 17 – Evolução do PIB da indústria automotiva nos EUA, 1980-2009	136
Gráfico 18 – Participação dos componentes do valor agregado pela indústria automotiva americana, 1987-2009	137
Gráfico 19 – Participação dos componentes do valor agregado pelo setor industrial americano, 1987-2009	137
Gráfico 20 – Evolução do emprego na indústria automotiva nos EUA, 1998-2009	138
Gráfico 21 – Evolução das vendas de veículos no Brasil, 2005-2010 (em unidades).....	151

QUADROS

Quadro 1 – Resumo dos indicadores apresentados por subseção	63
Quadro 2 – Modalidades de aquisição de veículos no Brasil	111
Quadro 3 – Principais eventos na economia americana relacionados à indústria automobilística após o agravamento da crise	145
Quadro 4 – Destino das marcas colocadas à venda pelas montadoras americanas.....	146
Quadro 5 – Medidas de apoio à indústria automobilística e modernização da frota de veículos, países selecionados	148

TABELAS

Tabela 1 – Distribuição regional da produção de automóveis, diversos anos (%).....	50
Tabela 2 – Produção mundial de veículos, por países e regiões, 2000-2009 (%)	55
Tabela 3 – Comércio mundial do setor automotivo	57
Tabela 4 – Principais fluxos regionais de exportação de produtos automotivos.....	58
Tabela 5 – Indicador de estrutura patrimonial: imobilização do capital (%)	67
Tabela 6 – Indicadores de estrutura patrimonial e endividamento (%).....	70
Tabela 7 – Indicadores de liquidez e solvência (%).....	83
Tabela 8 – Indicadores de rotação dos recursos e de rentabilidade (%).....	85
Tabela 9 – Participação dos juros e dividendos nas receitas totais, por montadora, 2000-2009 (%)	86
Tabela 10 – Gastos de empresas do setor automotivo em P&D.....	100
Tabela 11 – Fundos para P&D nos Estados Unidos, 2003-2007 (US\$ milhões).....	102
Tabela 12 – Total líquido de veículos demandados ou ofertados por país (em mil unidades)....	109
Tabela 13 – Parcela de veículos da Ford vendidos nos EUA e na Europa financiados por seu braço financeiro (%).....	115
Tabela 14 – Vendas de veículos leves nos Estados Unidos em março e agosto de 2008 e 2009 (em unidades).....	130
Anexo A – Demonstrações financeiras das corporações (US\$ milhões)	177
Anexo B – Balanço patrimonial das corporações (%).....	193

Sumário

Introdução	1
Capítulo 1 – As decisões capitalistas de gasto e a estrutura de financiamento das empresas	7
1.1. A decisão capitalista de gasto	7
1.2. A estrutura de financiamento das empresas	17
1.2.1. O circuito <i>finance-investimento-funding</i>	19
1.2.2. A abordagem minskyana das estruturas financeiras de unidades produtivas	27
1.2.3. O autofinanciamento das corporações.....	34
1.2.4. As estruturas institucionais do financiamento	37
1.2.5. Algumas considerações sobre o financiamento da inovação, da produção e da comercialização	42
Capítulo 2 – O padrão de financiamento das empresas do setor automobilístico	47
2.1. As transformações no padrão produtivo e o financiamento da produção.....	48
2.2. A dinâmica financeira da corporação e o financiamento do investimento.....	62
2.2.1. A dinâmica financeira da corporação	62
2.2.1.1. Estrutura de ativos e de capital	64
2.2.1.2. Participação do segmento financeiro	72
2.2.1.3. Exposição e fragilidade financeira.....	81
2.2.2. O financiamento do investimento.....	87
2.2.3. O financiamento da inovação	96
2.3. O financiamento da comercialização.....	106
Capítulo 3 – A indústria automobilística diante da crise internacional	121
3.1. Os impactos da crise sobre a indústria automobilística.....	122
3.2. O papel do Estado na recuperação do setor.....	140
Considerações finais	153
Referências bibliográficas	159
Anexo A – Demonstrações financeiras das corporações (US\$ milhões)	177
Anexo B – Balanço patrimonial das corporações (%)	193

Introdução

A partir das décadas de 1970 e 1980, ocorreram transformações significativas no sistema econômico, em termos tanto da produção, como das finanças, com a intensificação dos denominados processos de globalização produtiva e financeira. A dimensão produtiva envolve a combinação dos processos de intensificação da internacionalização da produção e do comércio, de acirramento da concorrência internacional e de crescente integração entre as estruturas produtivas de economias nacionais. A dimensão financeira, por sua vez, concerne à interação de três fenômenos distintos, a saber, a expressiva expansão dos fluxos financeiros internacionais, o acirramento da concorrência nos mercados de capitais e uma maior integração entre os sistemas financeiros internacionais¹. Isso se reflete na adoção de uma multiplicidade de estratégias de gestão financeira mediante o monitoramento do fluxo de caixa líquido, as operações de fusões e aquisições (F&As), e o uso dos mecanismos de proteção e aproveitamento das possibilidades de ganho provenientes das flutuações das taxas de juros e de câmbio (Chesnais, 1994 e 1996; Gonçalves *et al.*, 1999).

Segundo Belluzzo (2005, p.228), três movimentos caracterizaram a economia global após o fim do regime de Bretton Woods²: “a liberalização financeira e cambial; a mudança nos padrões de concorrência; a alteração das regras institucionais do comércio e do investimento”. O primeiro – expansão dos processos de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiro e cambial, em escala nacional e internacional – permitiu, por meio da integração dos mercados, a intensificação do processo de “financeirização” da economia³, com a expansão de fluxos e estoques de ativos financeiros na composição da renda e riqueza privadas. Conforme argumentam Coutinho e Belluzzo (1998, p.138), os agentes econômicos “passaram a subordinar as suas decisões de gasto, investimento e poupança às expectativas quanto ao ritmo do seu respectivo ‘enriquecimento’ financeiro”. Esse processo se reforçou com o surgimento e o desenvolvimento de inovações financeiras cada vez mais complexas – a exemplo das operações de securitização e de derivativos – e a atuação de novos agentes – como os investidores institucionais (fundos

¹ Como lembra Chesnais (2005b, p.46), a globalização – ou, nas palavras do autor, “mundialização” – financeira resulta de três processos: “a desregulamentação ou liberalização monetária e financeira, a descompartmentalização dos mercados financeiros nacionais e a desintermediação, a saber, a abertura das operações de empréstimos, antes reservadas aos bancos, a todo tipo de investidor institucional”.

² Sobre a evolução do sistema monetário internacional e as estratégias de crescimento das economias, com destaque para as condições macroeconômicas vigentes no padrão ouro-dólar e no padrão dólar flexível que emerge a partir da década de 1970, ver Medeiros e Serrano (1999).

³ Uma definição ampla desse conceito pode ser encontrada em Epstein (2005) e Palley (2007).

mútuos, seguradoras e fundos de pensão)⁴. Se, por um lado, esses fenômenos possibilitaram elevados ganhos especulativos e patrimoniais, por outro, tornaram o sistema mais instável, sujeito a riscos sistêmicos, dado o elevado grau de alavancagem, e à maior volatilidade dos preços dos ativos, com flutuações mais frequentes e intensas⁵ (Tavares e Belluzzo, 2002, p.153).

O segundo movimento, concernente às mudanças na estratégia global de concorrência entre as grandes empresas, caracterizou-se por uma deslocalização de plantas produtivas e uma concentração e centralização do capital, refletidas em fluxos crescentes de Investimento Direto Externo (IDE), com destaque para a modalidade de fusões e aquisições. Ademais, “o processo de concorrência encaminhou-se para a formação de *joint ventures* que implicavam cooperação e alianças estratégicas entre grandes empresas, e produziu uma nova onda de progresso técnico com difusão rápida” (Tavares e Belluzzo, 2002, p.154). A estratégia de constituição de redes produtivas (*networks*) ao redor do globo contribuiu para alterar os fluxos de investimento e de comércio. Simultaneamente, foram adotadas pelas corporações estratégias de modernização tecnológica e de “financeirização” dos ativos, em busca da combinação de rentabilidade e liquidez em seus portfólios.

O terceiro movimento – alteração das regras institucionais do comércio e do investimento – resultou da pressão dos agentes nesse novo ambiente concorrencial, a fim de que os Estados Nacionais flexibilizassem os mecanismos de entrada e saída dos fluxos comerciais e de investimento, impulsionando-os em âmbito mundial. Tratou-se, assim, no contexto da globalização, de promover a abertura comercial e financeira que, dependendo do grau em que foi realizada, implicou maior ou menor vulnerabilidade externa para os países (Tavares e Belluzzo, 2002).

Para a grande empresa, “principal agente dos processos de internacionalização da produção, centralização e concentração do capital, e destruição criadora⁶” (Gonçalves, 2002, p.391), esses movimentos se apresentaram com a concomitante mudança tecnológica, reestruturação produtiva e crescente incorporação da lógica de valorização financeira em sua

⁴ Esses investidores “adotam estratégias de gestão de portfólio, reduzindo o tempo médio de manutenção das ações, em função de ganhos de capital mais ‘imediatos’ internacionalizando suas aplicações e alimentando o crescimento dos mercados de derivativos” (Braga, 1997, p.206).

⁵ Nas palavras de Guttman (2008, p.15-16), “inovações-chave, apesar de dotarem o sistema de crédito geral de flexibilidade e capacidade de reação às necessidades de credores e devedores, também incentivaram as bolhas de ativos, a subestimação de riscos e a alavancagem excessiva”.

⁶ O conceito de “destruição criadora (ou criativa)” foi originalmente desenvolvido por Schumpeter (1942), a fim de designar o caráter dinâmico do capitalismo, que cria e recria, a partir de dentro, a estrutura econômica, mediante as inovações geradas pelas empresas capitalistas. Para mais detalhes, ver capítulo 1 dessa pesquisa.

dinâmica. A esse respeito, Chandler (1990, p.621) aponta seis modificações importantes, sem precedentes históricos, relacionadas ao crescimento, gerenciamento e financiamento da moderna empresa industrial:

“These include: the adaptation of a new strategy of growth – that of moving into new markets where the organizational capabilities of the enterprise do not provide competitive advantages; the separation of top management in the corporate office from middle management in the operating divisions; the extensive and continuing divestiture of operating units; the buying and selling of corporations as a distinct business in its own right; the role played by portfolio managers in the capital markets; and the evolution of those capital markets to facilitate the coming of what has been termed ‘a market for corporate control’. All of these changes are interrelated”.

A partir dessas novas características, Braga (1997) desenvolve a seguinte função-objetivo representativa do cálculo capitalista das grandes empresas:

$$F: f(F_i, I_{pt}, X)$$

O termo F_i representa as finanças, cada vez mais presentes na lógica das corporações⁷. O termo I_{pt} simboliza o investimento em progresso tecnológico, ou seja, o investimento inovador que possibilita participações multissetoriais, aproveitando economias de escala e de escopo, além de possíveis sinergias entre as atividades da empresa, cruciais em suas estratégias de expansão e diversificação. O termo X corresponde à produção dos *tradables* ou, simplesmente, às atividades comerciais desenvolvidas pelas empresas, considerando tanto o comércio inter como o intracorporações. Este se tornou estratégico e fundamental na atuação da grande empresa, na medida em que se acentuaram a descentralização da produção e a difusão de plantas produtivas ao redor do globo.

Desse conjunto de aspectos correlatos, um se destaca em particular. Trata-se da consolidação das finanças no âmago das corporações, uma vez que estas passaram a gerir ativos financeiros em escala ampliada⁸. Evidentemente, o espraiamento do processo de globalização financeira suprimiu barreiras antes existentes à circulação do capital. Nesse sentido, inclusive por um movimento concorrencial⁹, as empresas se lançaram aos mercados financeiros de inúmeras formas, seja para captarem, seja para aplicarem recursos.

⁷ Refere-se sempre às denominadas corporações produtivas ou não financeiras, exceto quando indicado de outra forma.

⁸ Segundo Chesnais (1995, p.11), “o grau de ‘financeirização’ dos grupos cresceu de forma considerável. Trata-se, cada vez mais, de grupos financeiros, com dominância industrial sem dúvida, mas com diversificações para os serviços financeiros, além de uma atividade crescentemente importante como operadores no mercado cambial”.

⁹ Braga (1997, p.216) salienta esse fato ao afirmar que “trata-se, como imposição da própria concorrência e da administração de riscos, de constituir finanças que não apenas impliquem uma adequada estrutura de dívida, de passivos (para imobilizar capital),

Essa inclinação em direção a uma maior importância das finanças também foi reflexo da dominação da lógica de maximização do valor ao acionista dentro da corporação¹⁰, isto é, administrá-la visando aumentar seu valor bursátil e distribuir dividendos aos detentores de frações do capital da empresa – em muitos casos, grandes investidores institucionais com portfólios diversificados e globais. Isso tornou os resultados de curto prazo uma busca incessante na empresa, muitas vezes em detrimento de ganhos e atividades de longo prazo¹¹. Assim, foram observados “grandes aumentos nos portfólios de ativos financeiros de corporações não financeiras [...], com rendimentos financeiros (juros, dividendos, ganhos de capital) tornando-se na mesma medida mais importantes” (Guttman, 2008, p.12-14).

Conforme ressaltam Lazonick e O’Sullivan (2000), ocorreu uma mudança na orientação estratégica da corporação, de “*retain and reinvest*” to “*downsize and distribute*”. A estratégia central de reter lucros e reinvestir no crescimento da empresa¹², que predominava durante a “era de ouro” do capitalismo, quando as finanças cumpriam o papel de basicamente fornecer o suporte à concretização dos planos de investimento, foi, em grande medida, modificada a partir dos anos 1980. Visava-se enxugar o tamanho da corporação, no sentido de racionalizar a produção e reduzir custos e forças trabalhistas, e distribuir lucros aos acionistas – utilizar as receitas para aumentar dividendos ou recomprar ações para elevar seus preços. Nessa estratégia, promoveu-se maior interpenetração entre o funcionamento dos mercados financeiros e a atuação das grandes empresas.

Esse papel crescente das finanças na dinâmica da corporação constitui, portanto, peça essencial no entendimento do tema estudado, qual seja, o padrão de financiamento da indústria automobilística. Em primeiro lugar, porque permite compreender a estrutura de capital – provavelmente mais alavancada – das empresas, afetada pela ampla gama de aplicações e fontes de recursos disponíveis nos mercados de crédito e de capitais. Em segundo lugar, devido ao peso das operações financeiras nas atividades corporativas, do que decorre a possibilidade de ganhos não operacionais significativos. Em terceiro lugar, porque pode significar maior fragilidade

mas ao mesmo tempo construir uma adequada posição credora/ativa para ter mobilidade, flexibilidade, agilidade inovativa, velocidade na captação de oportunidades lucrativas nos vários mercados nacionais, produtivos e financeiros”.

¹⁰ Processo iniciado com a separação entre propriedade e controle da empresa e intensificado com o aprofundamento dos mercados financeiros, cada vez mais amplos e líquidos.

¹¹ Para mais detalhes de diversos aspectos do processo de “financeirização” das corporações, ver Aglietta e Rebérioux (2005), Borghi e Rocha (2010), Chesnais (1994, 2005a e 2005b), Coutinho e Belluzzo (1998), Crotty (2002), Farhi e Borghi (2009) e Plihon (2005).

¹² A respeito do crescimento da empresa, tendo em vista seu horizonte de longo prazo, ver Penrose (1959).

financeira da corporação, na medida em que compromete parte de seus fluxos de caixa com o pagamento de juros, dividendos e recompra de ações.

Ao se procurar analisar o padrão de financiamento da grande empresa, não se devem esquecer suas distintas facetas que perpassam pelas expectativas e decisões dos empresários em relação ao investimento, à produção e à comercialização. Quanto ao investimento, este pode ser financiado pela acumulação interna de lucros, operacionais ou não, e/ou por fontes externas, como empréstimos bancários, seja de instituições privadas, seja de instituições governamentais de fomento, e ações e títulos emitidos nos mercados de capitais nacionais e internacionais. Nesse sentido, ressalta-se a função exercida pelo crédito enquanto importante alavanca para a realização do investimento, visto que prescinde da retenção prévia de lucros, embora, na maioria das vezes, represente um fator dinâmico complementar e não excludente. Na verdade, trata-se de um elemento essencial na dinâmica do setor, incluindo produção e vendas.

O objetivo dessa dissertação consiste em, a partir do referencial teórico abordado no primeiro capítulo e da análise de diversas corporações, estudar o padrão de financiamento do setor automobilístico, considerando cada um de seus pilares: investimento, produção e comercialização. Cabe sublinhar que o próprio entendimento dos padrões produtivos auxilia nessa análise, especialmente no atinente ao investimento e à produção. Podem-se mencionar, por exemplo, a difusão do “toyotismo” (ou produção enxuta), a produção em redes em escala global e o aumento da subcontratação externa como elementos que também influenciam a lógica de financiamento das empresas dessa indústria. No caso da comercialização, destaca-se a atuação dos braços financeiros das montadoras, cuja finalidade primordial seria assegurar ou facilitar as vendas de veículos. A possibilidade de elevada rentabilidade altera a própria dinâmica da corporação. Pode-se pensar, inclusive, que o ganho financeiro periódico se converta, pelo menos parcialmente, em fonte de financiamento do investimento, da produção ou da comercialização.

A pesquisa encontra-se dividida em três capítulos, além dessa introdução e das considerações finais. No primeiro capítulo, busca-se examinar o arcabouço teórico utilizado para o entendimento do padrão de financiamento da grande empresa, sobretudo no atinente ao investimento. Baseia-se, principalmente, em Keynes, Minsky, Schumpeter, Kalecki e vertentes derivadas desses autores. Aborda-se, na primeira seção, a decisão de gasto dos agentes capitalistas, incluindo a decisão de investir, e, na segunda seção, as formas de financiamento possíveis.

No segundo capítulo, estuda-se o padrão de financiamento da indústria automobilística, considerando os aspectos vinculados à produção, ao investimento, incluindo a inovação, e à comercialização, apontando para a importância do crédito nesses processos. Avalia-se a estrutura financeira das diversas corporações, a fim de captar semelhanças e diferenças entre elas, a partir da presença da lógica financeira. Ressalta-se, ainda, a relação entre as montadoras e seus agentes financeiros, assim como as transformações que afetaram a dinâmica setorial nas últimas décadas.

No terceiro capítulo, apresenta-se um panorama da recente crise econômica internacional com seus impactos sobre a dinâmica produtiva e financeira da indústria, reiterando as inter-relações entre essas esferas da economia. Enfatizam-se os efeitos da forte contração do crédito sobre a demanda por veículos e as decisões de produção e investimento, bem como sobre a capacidade de refinanciamento de dívidas e o consequente agravamento das dificuldades enfrentadas pelas corporações americanas. Expõem-se, por fim, as principais medidas tomadas pelos Estados Nacionais e montadoras diante desse cenário adverso, do qual surge uma nova configuração do setor.

Capítulo 1 – As decisões capitalistas de gasto e a estrutura de financiamento das empresas

Neste capítulo, busca-se caracterizar o padrão de financiamento da grande empresa a partir de um arcabouço teórico, baseado, sobretudo, em Keynes, Minsky, Schumpeter, Kalecki e vertentes derivadas desses autores. Trata-se, em linhas gerais, de discutir a decisão de gasto dos agentes capitalistas, incluindo a decisão de investir, e as formas de financiamento possíveis, em duas seções. Abordam-se, em particular, aspectos relativos à incerteza, aos determinantes da teoria do portfólio de Keynes, à importância e aos efeitos do financiamento interno e externo à firma, além de observações a respeito dos canais que interligam economia produtiva e financeira.

A abordagem teórica do financiamento se refere, principalmente, à dinâmica do investimento, inclusive em inovação. Isso, contudo, não impede a compreensão do financiamento da produção e da comercialização, peças também fundamentais no estudo da indústria automobilística. A partir do referencial exposto, pretende-se analisar o comportamento desse setor nos capítulos seguintes, logicamente permeado por suas particularidades.

1.1. A decisão capitalista de gasto

A decisão dos capitalistas quanto à alocação de seus gastos é fundamental para a determinação da demanda agregada e dos níveis de produto e renda de uma economia monetária¹³. O princípio da demanda efetiva, de Keynes (1936), estabelece que “o gasto gera a renda” e não o contrário, como propunha a Lei de Say, de que a oferta cria a sua própria demanda. Tal concepção também foi apresentada por Kalecki (1954). A partir desse princípio, reorganiza-se a hierarquia dos mercados, uma vez que as decisões tomadas no mercado monetário e no de bens tornam-se indispensáveis para avaliar o que se passa no mercado de trabalho. Isso confronta a teoria (neo)clássica, que enxerga neste mercado, mediante o equilíbrio entre oferta e demanda de fatores de produção (capital e trabalho)¹⁴, os determinantes dos demais. Logo, no sentido proposto por Keynes (1936), é a decisão de aplicação do capital que confere à economia maior ou menor dinamismo, o que exige examinar seus condicionantes.

¹³ Em oposição à noção (neo)clássica de economia cooperativa e economia empresarial neutra, Keynes (1933a e 1933b) trabalha com a ideia de economia empresarial ou economia monetária, em cujo centro está a moeda, entendida enquanto um ativo. Para uma visão pós-keynesiana do que caracteriza esse tipo de economia, ver Carvalho (1992), em especial o capítulo 3.

¹⁴ Não há, segundo Keynes (1934), nenhum mecanismo para que o sistema econômico se ajuste automaticamente em direção à plena utilização desses fatores.

Em primeiro lugar, deve-se ressaltar que toda decisão tomada em um ambiente econômico capitalista é permeada pela incerteza. Isto é, sobre a qual “não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico. Simplesmente, nada sabemos a respeito” (Keynes, 1937c, p.171). Nas palavras de Minsky (1986, p.185), trata-se de “a matter of dealing today with a future that by its very nature is highly conjectural”¹⁵. Ao analisar a inovação e a tentativa de empreender algo novo, Schumpeter (1912, p.60) apresenta noção de incerteza semelhante:

“[...] fora desses canais habituais o indivíduo está desprovido dos dados para as suas decisões e das regras de conduta que em geral são conhecidos por ele de modo muito acurado [...]. É claro que ainda deve prever e julgar com base na sua experiência. Mas muitas coisas devem permanecer incertas, outras ainda são determináveis apenas dentro de limites amplos, outras talvez só possam ser ‘adivinhadas’”.

Pode-se afirmar, então, que o ambiente econômico das decisões capitalistas, além de caracterizado por racionalidade limitada dos agentes e das organizações¹⁶, que torna mais complexo o processo decisório, também é permeado por elementos que estão para ser criados e cujos efeitos não podem ser dimensionados *ex ante*. Apesar disso, é necessário tomar decisões, que se baseiam em expectativas quanto ao futuro de um conjunto de variáveis e no grau de confiança nessas expectativas. Isso constitui ao que Keynes (1936) se refere como estado de expectativa a longo prazo¹⁷, fator importante, por exemplo, na decisão de investir. Logo, em suas deliberações, os indivíduos, como homens práticos, são guiados por normas, convenções, instituições¹⁸ e comportamentos comuns à maioria, de modo a tentar minorar os efeitos inesperados de eventos futuros. Esse aparato fornece elementos para que, mesmo nesse ambiente incerto, as decisões sejam tomadas. Evidentemente, por versar sobre expectativas, não necessariamente o planejado ou esperado (*ex ante*) se concretiza (*ex post*).

Em segundo lugar, Keynes (1933a, 1933b, 1936 e 1937c) argumenta, assim como fizera Marx¹⁹, que a moeda deve ser entendida enquanto um ativo, que afeta motivos e decisões.

¹⁵ Na concepção pós-keynesiana, a incerteza pode ser caracterizada como fundamental e se refere, segundo Dequech (1999, p.415-416, grifo no original), a situações “in which at least some essential information about future events *cannot be known at the moment of decision* because this information does not exist and cannot be inferred from any existing data set”. Ou seja, situações em que há possibilidade de mudança estrutural não predeterminada.

¹⁶ Para mais detalhes dessa discussão, ver Simon (1979) e Dequech (2001).

¹⁷ Ver Dequech (1999) para um esquema analítico sobre os determinantes do estado de expectativa e suas inter-relações.

¹⁸ Na visão de Amable *et al.* (1997, p.104-105), as instituições são formas de coordenação da atividade econômica e podem incorporar organizações, normas, leis e hábitos. Elas estão presentes em ambientes de incerteza, racionalidade limitada e assimetria de informações. Contribuem, portanto, para a tomada de decisões, como a realização de uma atividade produtiva e/ou inovativa, nesse contexto.

¹⁹ A respeito das funções do dinheiro, ver Marx (1867).

Além de meio de troca e unidade de conta, ela exerce a função de reserva de valor²⁰. Conforme Marx (1867, p.157), “vende-se mercadoria não para comprar mercadoria, mas para substituir a forma mercadoria pela forma dinheiro. A transformação passa a ter fim em si mesma, ao invés de servir de meio da circulação das coisas. [...] O dinheiro petrifica-se em tesouro [...]”. Nisso constitui o cerne de uma economia monetária, guiada pela valorização do capital. Porém,

“fora de um hospício de loucos, por que alguém desejaria usar o dinheiro como reserva de valor? [...] nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro. [...] A posse de dinheiro real tranquiliza nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separarmos dele é a medida do grau de nossa inquietação” (Keynes, 1937c, p.173).

Logo, diante do futuro incerto, a moeda representa um refúgio, cuja principal particularidade consiste em prover liquidez máxima ao seu detentor. A liquidez de um ativo corresponde à sua capacidade de ser convertido em moeda no menor tempo possível e sem perda significativa de valor. Ou, como expõe Carvalho (2009, p.96), “a possibilidade de converter a riqueza presente em poder de compra para usá-lo na aquisição de outras formas de riqueza”. Consequentemente, exige-se um prêmio para abrir mão dessa liquidez propiciada pela moeda. Trata-se da taxa monetária de juros, parâmetro de comparação para as taxas de remuneração dos outros ativos, quando da alocação dos gastos.

Keynes (1936) discute os motivos que justificam a preferência pela liquidez ou demanda por moeda, não entendida apenas no sentido estrito de papel-moeda, mas de um ativo realmente líquido. Aliás, estes foram apresentados em trabalho anterior (Keynes, 1930), sob diferente designação, qual seja, depósitos de renda, depósitos para negócios e depósitos de poupança. As duas primeiras denominações corresponderiam ao motivo transação, composto do motivo-renda e motivo-negócios. A última, aos motivos precaução e especulação.

O motivo transação vincula-se à necessidade de manter recursos líquidos para cobrir gastos correntes explicitados, por um lado, pelo hiato temporal entre o recebimento e o desembolso da renda (motivo-renda) e, por outro, pelo intervalo entre o início das despesas e o recebimento dos recursos obtidos com as vendas dos produtos (motivo-negócios). O motivo precaução, por sua vez, engloba a retenção de recursos líquidos para atender às contingências

²⁰ Em Keynes (1933b, p.81), faz-se referência a Marx, enfatizando que em uma economia empresarial ou monetária o que move a atividade empresarial é a busca pela valorização do capital, expressa na forma sintética D-M-D', isto é, transformar dinheiro em mercadoria para obter mais dinheiro. Vale dizer que a forma mais autônoma do capital (D-D'), presente na dinâmica da economia e das empresas atualmente, não é mencionada, provavelmente porque o objetivo era apenas romper com a visão (neo)clássica, ainda apoiada em M-D-M', uma economia de trocas em que a moeda desempenhava o papel de facilitador das transações.

inesperadas e aproveitar as oportunidades imprevistas como, por exemplo, de uma compra vantajosa. Ambos os motivos dependem, em grande medida, do nível de renda e do nível de atividade do sistema econômico, embora o motivo precaução também seja condicionado por fatores expectacionais.

O motivo especulação está relacionado a expectativas de variação da taxa de juros, de tal forma que o agente mantém recursos líquidos para efetuar uma compra caso o preço do ativo se realize na direção esperada. Se o agente espera uma queda no preço do ativo, ele desejará manter recursos líquidos para que possa adquiri-lo, em momento posterior, a um preço menor. Se o agente espera uma valorização do ativo, optará por mantê-lo em seu portfólio ou adquiri-lo, a fim de realizar ganhos de capital, mediante sua venda futura a preço mais elevado. Da interação entre esses agentes, baixistas (ursos) e altistas (touros), respectivamente, no que concerne às expectativas quanto ao preço dos títulos e ao futuro da taxa de juros, e da atuação do banco central, determina-se a taxa de juros. Vale lembrar ainda que, em textos posteriores à *Teoria Geral*, Keynes (1937a, 1937b e 1939) introduz um quarto motivo, a saber, o motivo *finance* de demanda por moeda, a fim de satisfazer um gasto planejado, mas de montante elevado, como a decisão de investimento²¹.

A partir das distintas formas de demanda por moeda, Keynes (1936) deriva sua função de preferência pela liquidez. É da interação desta com a oferta de moeda, condicionada pelo banco central e pela dinâmica dos bancos comerciais, que se estabelece o prêmio exigido pelos agentes para abrir mão da liquidez, ou seja, a taxa de juros.

“Desse modo, sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro em alienar o seu direito de dispor do mesmo. A taxa de juros não é o ‘preço’ que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o preço mediante o qual o desejo de manter riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível” (Keynes, 1936, p.137).

É nesse contexto, do debate a respeito das novas ideias de Keynes sobre a formação da taxa de juros, tendo por pano de fundo a noção de preferência pela liquidez e o papel ativo da moeda, que surgem suas concepções sobre o financiamento do investimento. A próxima seção busca introduzi-las, expondo seus princípios teóricos e situando-as no debate econômico.

Em terceiro lugar, tal como abordado por Keynes (1936), a teoria da aplicação de capital consiste na comparação entre as distintas taxas de juros – remuneração esperada – de cada

²¹ A relação *finance-funding* é tratada na próxima seção, quando da abordagem sobre o financiamento.

ativo²². Todo ativo apresenta, em graus diversos, quatro atributos que o caracteriza. O primeiro atributo (“q”) concerne ao fluxo de rendimento ou quase-renda esperada da posse e/ou uso do ativo. O segundo atributo (“c”) refere-se ao custo de carregamento ou manutenção atrelado ao ativo, decorrente, por exemplo, de armazenamento ou simples passagem do tempo. O terceiro atributo (“l”) consiste no denominado prêmio de liquidez, uma avaliação subjetiva de cada agente, baseada em suas expectativas, a respeito da liquidez de um ativo. Diante de um ambiente mais incerto e de um horizonte temporal centrado no curto prazo, a importância desse atributo tende a aumentar nas decisões. O quarto atributo (“a”) é relativo a ganhos (ou perdas) patrimoniais esperados, devido à apreciação (ou depreciação) do ativo, resultante de sua variação de preços.

Desse modo, cada ativo, a depender da combinação entre seus diversos atributos (“q”, “c”, “l” e “a”), apresenta um retorno esperado distinto, expresso pela taxa monetária de juros do ativo: $q - c + l + a$. Ao se incorporar na análise o elemento que permite segurança contra mudanças inesperadas – a liquidez –, podem-se comparar as taxas de juros de todos os ativos, incluindo a moeda, a fim de se tomar a decisão quanto à realização do gasto. Segundo Keynes (1936), a remuneração esperada do capital instrumental (máquina) ou de consumo (casa) seria dada, simplificada, por “q + a” (dado o baixo custo de carregamento, inferior aos rendimentos, de imóveis e máquinas e seu desprezível prêmio de liquidez); a de um estoque de trigo, por “a – c” (devido ao custo de manutenção ser superior a possíveis rendimentos e ao também desprezível prêmio de liquidez); e, a da moeda, por “l” (visto que é seu principal atributo). Logicamente, “a demanda dos possuidores de riqueza se orientará para as casas, para o trigo ou para a moeda, dependendo de qual é o maior” (*ibidem*, p.179). Vale lembrar, contudo, que as decisões são baseadas em expectativas quanto ao comportamento futuro dessas variáveis.

Obviamente, o conjunto de ativos não se resume a esses constructos analíticos elaborados por Keynes (1936)²³. Pode ser ampliado de acordo com a realidade de cada época, incorporando, por exemplo, inúmeros ativos resultantes de inovações financeiras. Nesse sentido, Minsky (1975, 1982 e 1986) realiza uma releitura da teoria de portfólio apresentada por Keynes (1936). O portfólio é estendido, ao considerar que os ativos financeiros também geram retornos

²² Análise complementar pode ser encontrada em Carvalho (1992) e Carvalho *et al.* (2000), incluindo ativos financeiros.

²³ O próprio Keynes (1936) em diversas passagens de sua *Teoria Geral* enfatiza a importância de outros ativos. No capítulo 12, por exemplo, ele trabalha com ativos financeiros e salienta aspectos atinentes às expectativas de longo prazo, ao estado de confiança, à adoção de convenções e ao comportamento de “manada”, que auxiliam na compreensão das decisões vinculadas a ativos produtivos e financeiros.

(“q”), muitas vezes superiores e com periodicidade mais certa do que ativos de capital (ou instrumentais). Eles apresentam ainda liquidez, geralmente bastante elevada, porém inferior à da moeda²⁴. Podem ser até considerados substitutos da moeda, quando de momentos de calma e crescimento, sobretudo por combinarem “q” e “l” elevados, “c” geralmente pouco expressivo e possibilidade de “a” positivo.

No entanto, dentro dessa ampla categoria, existem diferentes ativos financeiros, com uma gradação distinta daqueles atributos que depende do momento histórico. Conforme aponta Silva (1999, p.239), “a liquidez dos ativos flutua também segundo a conjuntura econômica, em particular segundo a conjuntura do mercado em que o ativo é transacionado; a flexibilidade que um agente esperava de um ativo pode não se concretizar”. Em uma crise, quando da reversão do ciclo econômico, um título, que poderia ser atrativo por sua rentabilidade, valorização e alta possibilidade de negociação nos mercados secundários, pode representar uma perda patrimonial significativa para seu detentor, principalmente por causa da desvalorização de seu preço e de sua repentina perda de liquidez.

Antes de tratar da introdução explícita do passivo dos agentes, outro elemento central do portfólio ampliado estudado por Minsky²⁵, faz-se mister examinar mais detidamente alguns aspectos de uma decisão particular de gasto, qual seja, a de investir, seja criando ou ampliando a capacidade produtiva, seja inovando. A decisão de investir está intimamente ligada à discussão anterior da preferência pela liquidez, uma vez que lhe constitui uma alternativa e/ou um complemento. Uma alternativa, no sentido de se apresentar como uma das diversas opções que tem o agente capitalista, quando de sua decisão de gasto, já que poderia efetuar-lo simplesmente em moeda ou ativos financeiros com elevada liquidez, em detrimento de capital fixo, de maior imobilidade. Um complemento, pois são escolhas que podem ser, e geralmente são, combinadas. Os portfólios das firmas, por exemplo, são formados por diversas modalidades de ativos, representando decisões pretéritas de alocação de capital.

Para que a decisão de investir, de comprar novos bens de capital, se concretize é preciso que o agente avalie tal opção como vantajosa dentre as alternativas existentes. Há dois procedimentos que permitem a comparação entre os retornos oferecidos pelos diversos ativos²⁶ (Keynes, 1936). Deve-se frisar que isso é permeado por expectativas e por um grau de confiança

²⁴ Dequech (2006, p.522) enfatiza a relevância desses ativos: “money and other financial assets are important in that their liquidity gives their owners flexibility to deal with unexpected events in an unknown future”.

²⁵ Ver próxima seção.

²⁶ Ver Silva (1999) e Carvalho (1992).

nessas expectativas, visto se tratar de um contexto de incerteza fundamental, ainda que estejam presentes convenções que auxiliam na tomada de decisões²⁷. Logo, tais procedimentos proveem resultados *ex ante*, que podem embasar decisões, porém não necessariamente se realizar *ex post*.

O primeiro se refere ao cálculo do preço de demanda (ou *spot*) do ativo ou seu valor presente e seu confronto com o preço de oferta. O preço de demanda “[...] é o valor que, de acordo com suas expectativas, o agente *imputa* a um ativo cuja aquisição esteja analisando; em outras palavras, [...] corresponde ao valor máximo que um agente estaria disposto a pagar pelo ativo [...]” (Silva, 1999, p.246, grifo no original). Pode-se expressar o preço de demanda, P_d , como:

$$P_d = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+j)^i}$$

Em que:

F_i corresponde aos retornos totais ($q - c + l$), esperados e/ou contratados, do ativo no período i ;

j é o prêmio de liquidez do agente (ou, seguindo Keynes e adotando uma concepção mais simplificada, a taxa de juros do mercado);

n é o período de realização do ativo.

Visto que tanto os fluxos de rendimento como o prêmio de liquidez são subjetivos, o preço de demanda de um ativo tende a variar de um agente para outro. Para verificar se há produção e transação de novas unidades do ativo, é preciso compará-lo ao seu preço de oferta (ou *forward*), que corresponde ao custo de produção adicional do ativo ou preço mínimo para que seu detentor decida vendê-lo. Evidentemente, se o preço de demanda supera o preço de oferta, ocorre a produção e a transação de novas unidades do ativo. Caso contrário, elas não se efetuam.

O segundo procedimento está associado ao cálculo da eficiência marginal do ativo ou de sua taxa interna de retorno, que corresponde à taxa de desconto que torna os valores presentes dos fluxos de rendimento F_i iguais ao preço de mercado do ativo (P_m) – preço ao qual o demandante espera comprar o ativo. Logo, a decisão de investir se concretiza, na medida em que a eficiência marginal do bem de capital supere o prêmio de liquidez oferecido pela posse do

²⁷ Além dos fatores já mencionados, cumpre salientar na decisão de investimento o que Keynes (1936) denomina de *animal spirits*, a disposição espontânea para a ação, ao invés da inação. Para discussões a respeito desse termo, ver Dequech (1999).

dinheiro e também a eficiência marginal de outros ativos que se apresentem como opção de aplicação.

Trata-se da condição necessária, mas não suficiente – haja vista que é ainda necessário analisar as fontes de financiamento – para levar adiante a decisão de investimento. Nas palavras de Minsky (1986, p.189), “once a project passes the test in that the capitalized expected quasi-rents exceed the cost of the investment by a sufficient margin to compensate for the uncertainties inherent in taking positions in capital assets, the decision whether or not to invest turns upon the conditions at which the project can be financed”. Ou seja, antes de tudo, o preço de demanda do bem de capital deve ser superior a seu preço de oferta. Em sua análise da determinação do investimento, Minsky trata desses preços, incorporando a dimensão financeira²⁸. Kregel e Burlamaqui (2006, p.18, grifos no original) salientam que a “Minsky’s approach emphasizes the need to fully incorporate *real world phenomena* – and specially finance – into the core of economic analysis, in order to be able to grasp the *intrinsically unstable* nature of capitalist economies”.

O preço de demanda do bem de capital equivale ao valor presente do retorno esperado do bem. É função positiva da quantidade de moeda em circulação e da quase-renda esperada da utilização do ativo de capital, o que pode se alterar com variações no estado de expectativas de longo prazo. “The price, P_k , of any capital asset depends upon the cash flows that ownership is expected to yield and the liquidity embodied in the asset” (Minsky, 1986, p.180). O P_k apresenta caráter subjetivo, baseado em expectativas, dado que depende do valor esperado do retorno do bem descontado à taxa de juros. Ademais, incorpora o risco do devedor (*borrower’s risk*), que “mirrors the view that increased exposure to default will be worthwhile only if there is a compensating potential gain” (*ibidem*, p.190). Ao aumentar a parcela do investimento financiada externamente, sua margem de segurança se reduz, o que diminui o valor do P_k , uma vez que o agente sabe que deverá honrar os compromissos financeiros assumidos para financiar o investimento. Um aspecto esclarecedor reside na afirmação de que o retorno propiciado pelo ativo é incerto, enquanto seus custos (ou dívida ou passivo correspondente) são certos, definidos contratualmente.

O preço de oferta do bem de capital (P_i) é formado com base em fatores objetivos (como a taxa de salários, a taxa de juros de curto prazo, a produtividade e o *mark-up* sobre os

²⁸ Para uma discussão detalhada, ver Deos (1998a).

custos). Vincula-se ao custo de reposição do bem de capital discutido por Keynes (1936). Incorpora o risco do credor (*lender's risk*)²⁹, ou seja, o risco de o emprestador não reaver seu capital, que se manifesta em suas exigências quando da concessão dos empréstimos. Embora tenha um caráter subjetivo, os requerimentos por parte do credor estão explícitos nos contratos de financiamento, seja pela necessidade de garantias maiores, seja por taxas de juros mais elevadas, seja por prazos mais curtos.

Assim, “investment will be carried to the point where the supply curve of investment, which incorporates lender’s risk, intersects with the demand curve for investment, which reflects borrower’s risk” (Minsky, 1986, p.192). Faz-se mister destacar que os riscos do tomador e do emprestador determinam, em grande medida, as variações no ritmo do investimento. A percepção de riscos maiores de ambos os lados tende a dificultar a realização de novos planos de investimento, bem como um aumento das quase-rendas esperadas tende a elevar o preço de demanda do bem de capital e favorecer o investimento. Além disso, o hiato entre os preços de demanda e oferta dos bens de capital é influenciado pelo nível das taxas de juros de curto e de longo prazo³⁰. Conforme coloca Minsky (1986, p.195), um aumento da taxa de juros de curto prazo pode provocar uma elevação na taxa longa e isso tem efeitos opostos sobre os preços de oferta e de demanda do investimento. À medida que a taxa de longo prazo aumenta, o preço de demanda do bem de capital cai, e à medida que a taxa de curto prazo aumenta, o preço de oferta sobe, de tal forma que a diferença entre os preços, que motivava a realização do investimento, se reduz. Logo, essa diferença varia de forma inversa às taxas de juros. “A regime of low short- and long-term interest rates will lead to a large margin between the two prices, which leads to a high ratio of external to internal finance. This increases investment and profits, and the willingness to engage in debt financing of capital asset positions. Thus, there are strong *internal* destabilizing interactions in any economy in which financial markets are part of the mechanism by which investment is determined” (p.195-196, grifo no original).

²⁹ Cabe ressaltar que Keynes (1936, p.121) reconhece a existência desses riscos, embora não se tornem elementos centrais em sua teoria, como na abordagem minskyana. “[Há] dois tipos de riscos [que] afetam o volume do investimento. O primeiro é o risco do empresário ou o risco do tomador do empréstimo e surge das dúvidas que o mesmo tem quanto à probabilidade de conseguir, realmente, a retribuição que espera. Quando alguém aventura o próprio dinheiro, esse é o único risco que é relevante. Mas quando existe um sistema de conceder empréstimos e de tomar emprestado, [...] aparece um segundo tipo de risco a que podemos chamar risco do emprestador, [...] pura adição ao custo do investimento, que não existiria se quem empresta e quem toma emprestado fossem a mesma pessoa”. Em seguida, Keynes deixa elementos nítidos que Minsky exploraria em sua teoria: “em período de expansão, a opinião correta sobre a magnitude de ambos os riscos, o do tomador do empréstimo e o do emprestador, pode representar uma subestimativa anormal e perigosamente baixa” (*ibidem*, p.122).

³⁰ Conforme coloca Keynes (1936, p.162), a taxa de juros de longo prazo depende não apenas da política corrente da autoridade monetária – esta determina a taxa de curto prazo –, mas também das expectativas do mercado quanto à sua política futura.

Cabem ainda algumas observações em relação a outro elemento que, por um lado, é desestabilizador, no sentido de promover flutuações econômicas, e por outro, no contexto da firma, constitui importante elemento de sua dinâmica e competitividade, em especial em estruturas de mercado oligopolistas. Trata-se da inovação. Schumpeter foi indubitavelmente o principal teórico a reconhecer seu papel central no sistema econômico, entendê-la em um sentido abrangente e elaborar uma análise alicerçada sobre o caráter dinâmico da economia, cujas estruturas encontram-se em contínuo movimento.

“O capitalismo, então, é, pela própria natureza, uma forma ou método de mudança econômica, e não apenas nunca está, mas nunca pode estar, estacionário. [...] O impulso fundamental que inicia e mantém o movimento da máquina capitalista decorre dos novos bens de consumo, dos novos métodos de produção ou transporte, dos novos mercados, das novas formas de organização industrial que a empresa capitalista cria. [...] [Ou seja, de um] processo de mutação industrial [...] que incessantemente revoluciona a estrutura econômica *a partir de dentro*, incessantemente destruindo a velha, incessantemente criando uma nova. Esse processo de Destruição Criativa é o fato essencial acerca do capitalismo. É nisso que consiste o capitalismo e é aí que têm de viver todas as empresas capitalistas” (1942, p.112-113, grifo no original).

Essa contribuição permite compreender a dimensão assumida pela concorrência na busca contínua da valorização do capital, objetivo primordial de qualquer firma capitalista³¹. O processo de concorrência ocorre por meio de “novas mercadorias, novas tecnologias, novas fontes de oferta, novos tipos de organização [...] – concorrência que comanda uma vantagem decisiva de custo ou qualidade e que atinge não a fímbria dos lucros e das produções das firmas existentes, mas suas fundações e suas próprias vidas” (*ibidem*, p.114). A inovação é, portanto, entendida em sentido amplo, enquanto um meio das firmas no processo de acumulação de capital e como todo tipo de transformação e/ou criação (de produtos, processos, mercados e formas de organização) que possibilita à firma inovadora obter lucros extraordinários temporários a partir da vantagem competitiva desenvolvida.

Schumpeter (1912), ao discutir o fenômeno do desenvolvimento econômico³², também destaca a questão da inovação. O autor define o processo de desenvolvimento como

³¹ Aqui, pode-se pensar tanto em empresas produtivas como em empresas financeiras. Minsky incorpora em sua análise essa lógica schumpeteriana ao abordar inovações financeiras. Vale também ressaltar que em um contexto histórico de dominância das finanças, a exemplo do período após 1970, a própria dinâmica das corporações produtivas envolve um forte componente financeiro, conforme apontado na introdução deste trabalho. A respeito da concorrência, sobretudo bancária, ver, por exemplo, Freitas (1997).

³² Tal processo engloba três aspectos, a saber, as novas combinações dos meios de produção, o crédito e o empreendedor (ou empresário schumpeteriano). O crédito é tratado na próxima seção. Em relação ao perfil empreendedor temporário do empresário, Schumpeter salienta esse impulso como condutor do rompimento do *status quo*, uma vez que envolve a superação das dificuldades de se introduzir elementos novos, para além dos limites da rotina.

levar avante novas combinações dos meios produtivos. Isso abarca as seguintes situações: a aceitação de um novo bem; a adoção de um novo método de produção; a abertura de um novo mercado; a conquista de uma nova fonte de suprimento; e, a execução de uma nova organização de qualquer indústria (*ibidem*, p.48).

Como assinala Silva (1999, p.280-281), as inovações impactam o investimento por dois motivos. Por um lado, modificam as expectativas de longo prazo. A decisão de investir necessita compreender também expectativas tecnológicas³³. Por outro, exigem, em algum grau, um volume de investimento para sua concretização. Geralmente, esse montante é bastante elevado e seus resultados, incertos. Quando bem-sucedida, a inovação gera, durante determinado período, os lucros extraordinários mencionados. Porém, até que isso se concretize, pode-se afirmar, utilizando as palavras de Keynes em outro contexto, que há muitos percalços entre a taça e os lábios.

1.2. A estrutura de financiamento das empresas

Essa seção toma como base a discussão anterior sobre decisões de aplicação do capital para discutir o processo de financiamento. A ênfase recai, não sobre a dinâmica geral de todas as modalidades de ativos, que necessariamente possuem uma contrapartida em termos de passivo, mas sobre as formas de financiamento das empresas, sobretudo no atinente às decisões de investir³⁴.

³³ Essas expectativas decorrem do fato de que novas tecnologias envolvem um processo de desenvolvimento e de difusão, cuja duração dificilmente pode ser preestabelecida. Ou seja, não surgem amadurecidas. Ademais, não necessariamente são superiores às anteriormente empregadas e nem há a garantia de que passem a estabelecer o padrão – geralmente, pensado em termos tecnológicos – a ser seguido. Logo, tais expectativas, a serem consideradas quando do investimento, concernem, segundo Silva (1999, p.281), “a problemas como a comparação entre as perspectivas futuras de duas ou mais tecnologias distintas; a avaliação do risco de adotar uma tecnologia ainda pouco explorada; a avaliação do momento a partir do qual o grau de amadurecimento da nova tecnologia é suficiente; as expectativas com relação ao *timing* segundo o qual a inovação será difundida entre os concorrentes”.

³⁴ A abordagem proposta centra-se na concepção de diversos autores heterodoxos. Cabe mencionar, contudo, a forte presença da literatura convencional na discussão sobre financiamento. Visto que esta não constitui a linha mestra da pesquisa, realizam-se breves considerações, que não objetivam esgotar o amplo assunto e seus desdobramentos no âmbito do *mainstream*. Para detalhes, ver Almeida *et al.* (2009). Modigliani & Miller (1958), partindo de hipóteses restritivas, como concorrência perfeita, plena informação e ausência de custos de transação, defenderam a substitutibilidade entre as fontes internas e externas às empresas de financiamento do investimento. Concluíram que o “*market value of any firm is independent of its capital structure*” (p.268, grifo no original) e que o “*cut-off point for investment in the firm [...] will be completely unaffected by the type of security used to finance the investment*” (p.288, grifo no original), i.e. que o “type of instrument used to finance an investment is irrelevant to the question of whether or not the investment is worth while” (p.292). A partir do que ficou conhecido como o teorema de Modigliani e Miller, de que a estrutura de capital da empresa é irrelevante, desenvolveu-se parte da literatura enfatizando, como determinantes do crescimento da firma e de suas decisões de investimento, apenas variáveis reais, a exemplo de demanda, produtividade, progresso técnico etc., e considerando o financiamento, em suas distintas formas, uma variável passiva. Paulatinamente, as hipóteses iniciais foram sendo afrouxadas, incorporando elementos importantes da realidade, como mercados imperfeitos, assimetria de informações e os problemas decorrentes (seleção adversa e risco moral), custos de agência e de transação, além da possibilidade de *takeovers*. Percebeu-se que o padrão de financiamento adotado pelas empresas afeta suas

Sabe-se que toda decisão capitalista exige um financiamento. O investimento, incluindo a inovação, envolve, geralmente, magnitudes elevadas de capital para sua realização. As formas pelas quais as empresas podem financiá-lo são variadas: as fontes internas consistem na existência de recursos líquidos e na acumulação pretérita de lucros, operacionais ou não, e as fontes externas vinculam-se aos empréstimos de instituições financeiras – notadamente, bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento –, e aos instrumentos financeiros (ações e títulos de dívida) emitidos nos mercados de capitais nacionais e/ou internacionais. Nesse sentido, ressalta-se a função exercida pelo crédito enquanto importante elemento na realização do investimento, visto que prescinde da retenção prévia de lucros, embora, na maioria das vezes, represente um fator dinâmico complementar e não excludente. Cabe, portanto, destacar que os investimentos das corporações produtivas dependem das condições de crédito, disponibilizado por aquelas instituições, que também operam sob a lógica de acumulação e valorização da riqueza descrita anteriormente na distribuição dos recursos para os distintos agentes econômicos (famílias, empresas, outras instituições financeiras etc.) e para as diferentes finalidades (consumo, investimento etc.).

A seção encontra-se dividida em cinco subseções. Na primeira, trata-se das concepções teóricas de *finance* e *funding*, elaboradas por Keynes, salientando a importância de recursos não previamente acumulados para a tomada de decisão e realização de investimentos. Na segunda, apresenta-se a abordagem de Minsky, com destaque para as fontes de financiamento externas à firma e para as estruturas financeiras das unidades produtivas, vinculando-as à instabilidade inerente ao sistema capitalista. Na terceira, ressalta-se a relevância dos recursos internos no processo de financiamento do investimento, resgatando contribuições de Kalecki. Na quarta, discutem-se estruturas institucionais necessárias ao apoio para a consolidação do investimento. Na quinta, efetuam-se algumas considerações a respeito do financiamento da inovação – com menção a Schumpeter em sua ênfase mais ampla no concernente ao papel do crédito –, da produção e da comercialização que, embora indiretamente mencionado e incluído no

decisões de investimento e, portanto, a dinâmica econômica (Stiglitz, 1988; Stiglitz & Weiss, 1981; Fazzari *et al.*, 1988). O reconhecimento da relevância da dimensão financeira na determinação do investimento gerou inúmeros estudos sobre a estrutura de capital das empresas. De acordo com a denominada “pecking order theory”, há uma hierarquia entre as fontes de financiamento do investimento pelas firmas, “with a preference for internal over external finance, and for debt over equity” (Unctad, 2008, p.93), associada, sobretudo, à assimetria de informações e a custos de agência, além de outras imperfeições de mercado (ver também Myers, 1984, para mais detalhes). Fazzari (1992) contrapõe as escolas “neo-Keynesian”, “new-Keynesian” e “post-Keynesian”, no concernente às teorias de investimento. O autor frisa que, para as duas últimas vertentes, “financial relations matter for real economic activity” (*ibidem*, p.128) e elenca elementos importantes dessas abordagens, como a assimetria de informações e a incerteza, sobre as condições do mundo real.

processo mais amplo descrito nas subseções precedentes, merece análise. Permeiam-se as noções dos autores citados com contribuições de vertentes deles derivadas.

1.2.1. O circuito finance-investimento-funding

Em uma economia monetária com moderno sistema de crédito, a demanda por moeda pode ser representada, em grande medida, pela demanda por depósitos bancários (Keynes, 1930). Assim sendo, a dinâmica econômica depende da interação entre as variáveis reais e monetárias, i.e. entre as esferas de circulação industrial e financeira. Ou seja, depende “da evolução dos rendimentos dos fatores de produção” e “da compatibilidade entre a disposição de os bancos criarem crédito e, portanto, depósitos, e das avaliações do público – baixista e altista – quanto ao movimento futuro dos preços das dívidas e dos ativos financeiros” (Almeida *et al.*, 2009, p.31).

Logo, a dinâmica econômica é dada pela interação daqueles que planejam operar ou ampliar a capacidade produtiva existente e dos possuidores de riqueza dispostos a abrir mão da liquidez, incorporando novos títulos de dívida à sua carteira de ativos (Belluzzo e Almeida, 2002, p.40). Quando a decisão de produzir ou investir depende de recursos externos para se efetuar, é necessário que as expectativas de ambas as partes se orientem na mesma direção. Por um lado, espera-se que da realização da nova produção no mercado ou do novo investimento possam ser auferidas rendas que compensem os custos relacionados à atividade, o serviço da dívida contraída e o pagamento de dividendos aos acionistas, além de gerar um excedente que possa ser acumulado e utilizado em momentos futuros. Por outro lado, o setor que provê a liquidez necessária para que o empresário leve adiante seus planos – em especial, o setor bancário – precisa identificar naqueles projetos fortes possibilidades de que a partir deles sejam originados recursos suficientes para que a dívida seja futuramente honrada³⁵.

Isso dá indícios de dois pontos inter-relacionados e importantes para o entendimento do processo de financiamento, que ganham destaque no debate entre Keynes (1937a e 1937b) e Ohlin (1937). O primeiro refere-se ao fato de que o investimento independe de poupança prévia para ser executado. O segundo concerne ao papel desempenhado pelas instituições financeiras,

³⁵ Feijó (1999, p.127) frisa que “num mundo incerto, o limite para financiar o investimento utilizando o endividamento é determinado de forma subjetiva e depende da visão geral das firmas e instituições financeiras sobre o futuro desempenho da economia e, em particular, da expectativa quanto às chances de os negócios serem bem-sucedidos no período relevante de tempo”. Ao se considerar “a necessidade de financiamento externo para complementar os fundos internos, as condições externas, sob as quais o dinheiro novo é captado, podem operar como um estímulo ou como um desincentivo ao investimento em ativos fixos” (*ibidem*, p.125). Isso significa que “é a inter-relação entre os agentes econômicos – em especial entre as unidades produtivas e as instituições financeiras – que explicará os movimentos do produto agregado” (*ibidem*, p.130-131).

sobretudo os bancos comerciais, nessa dinâmica. Desses elementos decorrem as noções de *finance e funding*, detalhadas adiante³⁶.

“O investimento não pressupõe a poupança para financiá-lo [...]; o crédito cumpre essa função se aquele que decide a inversão não dispõe de riqueza líquida mobilizável para este fim. Aliás, o crédito libera o investimento não só da poupança (se a rigor fizesse sentido falar nisso), mas também da riqueza acumulada no passado e de sua distribuição. [...] no momento em que o investimento é decidido, a economia como um todo se torna menos líquida. Isso se dá independentemente da fonte particular de financiamento. Se a origem dos fundos são os recursos próprios da acumulação interna das empresas aplicados à vista ou a prazo em depósitos bancários, o banco é obrigado a ceder liquidez. Se são recursos simplesmente mantidos em caixa pelas empresas, são diretamente estas que cedem a si próprias a liquidez. E, se a fonte é um crédito que o banco cria, este aceitou ceder liquidez em troca de um ativo (um título de dívida da empresa). [...] No momento em que se concretiza a decisão de investir, há uma demanda de liquidez, o que pode concorrer para elevar a taxa de juros, dependendo da disposição dos possuidores de riqueza (entre eles, destacadamente, os bancos) em se tornarem menos líquidos” (Belluzzo e Almeida, 2002, p.46-48).

Desse modo, o processo de financiamento do investimento independe da existência de poupança prévia, uma vez que os bancos comerciais são capazes de criar moeda escritural. Para Keynes, o sistema bancário era determinante na dinâmica de uma economia monetária, pois o banco tinha a faculdade de criar moeda. Para os defensores dos fundos emprestáveis, os bancos eram meros intermediários financeiros, concedendo crédito no limite de seus depósitos ou da propensão dos poupadores de efetuarem depósitos, ao invés de conservarem sua riqueza em outros tipos de ativos. Logo, os bancos não poderiam ofertar crédito além do montante de seus depósitos sem provocar situações de desequilíbrio insustentável (Carvalho, 1995).

Segundo Keynes (1937a), que assumia a teoria da preferência pela liquidez na determinação da taxa de juros, o argumento de Ohlin não se desvinculava da definição clássica de poupança igual a investimento³⁷. Por um lado, “*the net supply of credit, thus defined, is exactly*

³⁶ Como se poderá notar, tais categorias se assemelham aos denominados créditos de circulação e de capital, apresentados por Hilferding (1910). Essas duas formas de crédito se diferenciam por sua origem. O primeiro, o crédito de circulação, corresponde à criação de moeda fiduciária. Origina-se da circulação de mercadorias. Não necessita de recursos prévios para sua existência e é temporário. Pode ser utilizado também no ciclo do capital industrial (capital monetário-mercantil-produtivo-mercantil-monetário), quando da fase de congelamento do capital (a entrada na segunda fase da circulação). O segundo, o crédito de capital, advém da circulação do capital, de capital existente, permanente, que se encontra ocioso. Por diversos motivos, o capital é entesourado e serve, portanto, para ser adiantado a outro capitalista, a fim de transformá-lo, por exemplo, em capital fixo. Isso se sucede por diversas vezes entre os capitalistas. Os bancos passam, assim, a desempenhar essa função, além da compensação e liquidação dos saldos de balanço. Recebem o capital de todas as classes, concentram-no e distribuem-no aos capitalistas para uso produtivo, transformando-o de ocioso em ativo. Esse processo é decisivo para a acumulação capitalista e depende da base de captação do banco para que este possa financiar o longo prazo e evitar descasamentos.

³⁷ Keynes (1937a), inclusive, rebateu algumas críticas colocadas por Hawtrey a esse respeito. Este afirmava que poupança e investimento eram nomes distintos para um mesmo conceito. Ou seja, seriam meros sinônimos, cuja troca não implicaria qualquer alteração de significado no contexto em que fossem aplicados. Todavia, a diferença explicita-se facilmente ao se tratar de

the same thing as the quantity of saving; and the conclusion is exactly the same as the classical doctrine, over again, to the effect that the quantity of saving depends on the rate of interest” (*ibidem*, p.244, grifo no original). Por outro lado, “the net demand for credit at different rates of interest is exactly the same thing as the quantity of net investment at different rates of interest” (*ibidem*, p.244). Assim, retornar-se-ia à doutrina clássica, supostamente repudiada por Ohlin, uma vez que se considerava a taxa de juros como fixada ao nível em que a oferta de crédito, sob a forma de poupança, e a demanda por crédito, sob a forma de investimento, se iguallassem. Na verdade, a taxa de juros depende da demanda e da oferta de liquidez, “que apenas no caso de demanda e de oferta devidas ao motivo *finance*, e sob certas condições, é sinônimo de demanda e oferta de crédito bancário (mas nunca de poupança)” (Belluzzo e Almeida, 2002, p.48). Enquanto para Ohlin a poupança constituiria o delimitador último da oferta de crédito, Keynes tornava nítida a dupla função exercida pelos bancos, seja de criador de moeda, seja de intermediário financeiro (Carvalho, 1995). De acordo com Keynes (1937b, p.669), “the investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field”.

No debate com Ohlin, Keynes enfatiza, sobretudo, a noção de *finance*, ao tratar da satisfação da demanda por financiamento de curto prazo. Segundo aponta Carvalho (1997, p.464), o destaque dessa abordagem se deve à sua preocupação com o papel do dinheiro em uma economia monetária e com o modo como investimento e poupança estão relacionados a partir do princípio de demanda efetiva. Se o *finance* é oferecido e o investimento, realizado, a renda é gerada e a poupança criada no mesmo montante do gasto em investimento. Ao contrário da lógica clássica, “saving is the *result* of this process, not its starting point”³⁸ (Carvalho, 1997, p.465, grifo no original). Conforme também colocam Belluzzo e Almeida (2002, p.42), “a poupança, como um conceito macroeconômico, somente tem sentido *ex post*, pois pressupõe os fluxos de renda e de investimento e, portanto, a própria criação de riqueza nova”. Nas palavras de Keynes (1939, p.572, grifos meus), “increased investment will always be accompanied by increased saving, but *it can never be preceded by it*. Dishoarding and credit expansion provides not an

poupanças individuais e dos atos de poupar e de investir, frequentemente praticados por pessoas diversas. Keynes ressaltava que poupança e investimento agregados eram necessariamente iguais *ex post*, se tomados no mesmo sentido que compras e vendas, no agregado, seriam equivalentes. Isso, no entanto, não significava que tais atos – de compra e de venda, assim como de investimento e de poupança – fossem idênticos *ex ante*. A própria introdução do dinheiro nas relações econômicas possibilitou a separação dos atos de compra e de venda no tempo e no espaço, como demonstrara Marx (1867).

³⁸ Carvalho (1995, p.11, grifos no original) reforça esse aspecto: “What was required to finance investment, and to trigger the process was the *creation of money*, and, to repeat, money is created by banks, not by savers. Savings *resulted* from the investment process and always in the right amount, although not necessarily in the right form”.

alternative to increased saving, but a *necessary* preparation for it. *It is the parent, not the twin, of increased saving*".

Para Keynes, o *finance* correspondia a uma provisão antecipada de dinheiro, a fim de fazer frente às decisões correntes de investir. "Planned investment – i.e. investment *ex ante* – may have to secure its 'financial provision' *before* the investment takes place; that is to say, before the corresponding saving has taken place" (Keynes, 1937a, p.246, grifo no original). O autor salienta que quando as decisões para investir estavam aumentando, o financiamento extra envolvido constituía uma demanda adicional por dinheiro. Isso exerceria pressão sobre a taxa de juros, a menos que o sistema bancário estivesse preparado e disposto a aumentar a oferta de dinheiro³⁹. Caso contrário, este seria um importante obstáculo às decisões de investimento. Essa demanda por dinheiro podia ser atendida seja por meio de bancos, seja por mercados provedores de novos fundos. "Thus it is precisely the liquidity-premium on cash ruling in the market which determines the rate of interest at which finance is obtainable" (1937a, p.248).

Os bancos, embora não os únicos que podem responder à demanda por *finance*, constituem, por sua própria natureza, os principais agentes no adiantamento desses recursos. "The finance required during the interregnum between the intention to invest and its achievement is mainly supplied by specialists, in particular by the banks, which organise and manage a revolving fund of liquid finance" (Keynes, 1937b, p.666). Em outro texto, Keynes (1939, p.574) afirma: "it is the role of the credit system to provide the liquid funds which are required first of all by the entrepreneur during the period before his actual expenditure, and then by the recipients of this expenditure during the period before they have decided how to employ it".

"For 'finance' is essentially a revolving fund. It employs no savings. It is, for the community as a whole, only a book-keeping transaction. As soon as it is 'used' in the sense of being expended, the lack of liquidity is automatically made good and the readiness to become temporarily unliquid is available to be used over again. [...] In the main the flow of new finance required by current *ex ante* investment is provided by the finance released by current *ex post* investment" (Keynes, 1937b, p.666).

Assim, ao atender a demanda pelo motivo *finance*, os bancos tornam-se menos líquidos. Mas, tão logo o investimento seja efetuado, a iliquidez é superada, dado o

³⁹ "The rate of interest on a loan of given quality and maturity has to be established at the level which, in the *opinion of those who have the opportunity of choice – i.e. of wealth-holders* – equalises the attractions of holding idle cash and of holding the loan" (Keynes, 1937a, p.250, grifo meu). Keynes (*ibidem*, p.250-251, grifo no original) afirma ainda que "the function of the rate of interest is to modify the money-prices of other capital assets in such a way as to equalise the attraction of holding them and of holding cash. [...] the rate of interest is, if you like, the price of hoards in the sense that it measures the pecuniary sacrifice which the holder of a hoard thinks it worth while to suffer in preferring it to other claims and assets having an equal present value".

desencadeamento de decisões de gasto complementares, cujo fluxo monetário reaparece sob a forma de novos depósitos no sistema bancário. Isso não significa que as dívidas contraídas pelas empresas já tenham sido liquidadas, uma vez que tal fato apenas ocorreria quando elas se apropriassem da renda gerada via lucro. Porém, em decorrência de decisões pretéritas de investimento, das quais foram gerados os fluxos de gasto correspondentes, o fundo adiantado pelo banco já estaria reconstituído, em termos macroeconômicos, quando de nova demanda de *finance*. Tal processo evidencia que o adiantamento bancário para suprir a demanda de liquidez pelo motivo *finance* constitui um fundo rotativo (Belluzzo e Almeida, 2002, p.49).

Disso resulta nitidamente que, em uma economia monetária, as decisões de gasto passam, em larga medida, pela avaliação do sistema bancário, “o administrador da moeda e dos fundos financeiros da sociedade. Os bancos sancionam a aposta empresarial na aquisição de novos ativos (capital real) e a execução do gasto sanciona a aposta bancária” (Belluzzo e Almeida, 2002, p.66). A cada momento, há um conjunto de empresas, que já exerceu a demanda por *finance*, realizando o gasto de investimento e, portanto, um déficit financiado pelos bancos. Concomitantemente, outro conjunto de empresas está auferindo os resultados de decisões anteriores de investimento e, com isso, realizando um superávit, de tal modo que podem honrar as dívidas pretéritas, contraídas para financiar os ativos adquiridos no passado, e acumular fundos que irrigam o sistema bancário como intermediário financeiro para mobilizar recursos. “O prosseguimento do processo de aumento do investimento e do endividamento permite, portanto, servir a dívida passada. Isto significa que a economia deve gerar dívida no presente para que a dívida passada possa ser honrada. Nesse sentido, o investimento gera um rastro de dívidas” (Belluzzo e Almeida, 2002, p.67).

Keynes (1937b, p.664) alerta para o fato de que nada garante ao empresário que ele conseguirá transformar suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Por isso, ao decidir investir, deveria estar seguro de dois pontos: “firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions”. Essa segunda condição sintetiza o processo de *funding* do investimento.

Carvalho (1992) propõe uma nítida separação entre os conceitos de *finance*, poupança e *funding*, tal como explicitado por Keynes⁴⁰. A decisão de investir tomada por uma firma, após, evidentemente, a análise de que esta seria, na visão do capitalista e segundo suas expectativas, a opção de gasto mais vantajosa dentre as diversas alternativas possíveis, requer financiamento. Ou seja, a aquisição de bens de capital exige necessariamente disponibilidade de dinheiro. Isso implica tornar a economia como um todo momentaneamente menos líquida. Essa demanda por moeda, exercida pela firma, pode ser suprida por lucros retidos do passado ou por recursos externos à empresa, seja do público – via, por exemplo, títulos de dívida que devem, supostamente, ser aceitos pelos seus adquirentes –, seja dos bancos. Estes, no entanto, possuem a prerrogativa de criar moeda. Ao contrário dos lucros acumulados ou dos ativos detidos pelo público em geral, que significam a substituição de um direito por outro, os bancos podem gerar poder de compra adicional⁴¹. De acordo com Carvalho (1992, p.149), “the creation of money to sustain any planned expenditure is called by Keynes finance”.

Logo, o *finance* pode ser entendido como a criação de um montante de moeda necessário para tornar um plano de gasto possível. Nesse processo, a poupança não desempenha nenhum papel. O investimento apenas se inicia após a obtenção do *finance*, indispensável à sua realização. Desse modo, se o *finance* não foi provido, o investimento não foi efetuado e, portanto, a renda ainda está para ser gerada. Assim, a poupança, a alocação da renda pretérita, ainda não pode existir. Isso evidencia que a diferença conceitual entre poupança e *finance* pode ser interpretada também por sua relação cronológica. *Finance* precede o investimento que, por sua vez, gera renda. “If the act of investment creates savings in the same amount and finance precedes savings, finance is a condition to the generation of savings instead of the inverse causality usually assumed by classical economics” (Carvalho, 1992, p.150).

Se, por um lado, coloca-se a questão do *finance*, por outro, tem-se a necessidade do *funding*, isto é, o processo de transformação das dívidas (ou obrigações) de curto em longo prazo. “In order to allow the long-term funding of investors’ debts, the additional savings must become demand for long-term assets” (Carvalho, 1997, p.469). Em sua análise, Carvalho (1992) salienta o descasamento de prazos e suas implicações, principalmente por meio do denominado risco de liquidez, sobre o balanço dos bancos e das empresas. Em grande medida, o passivo dos bancos se

⁴⁰ Carvalho (1992) traça um paralelo dessas noções de *finance* e *funding* de Keynes com o modelo de Minsky de fragilidade das estruturas financeiras dos agentes, ao assumirem posturas *hedge*, especulativa e Ponzi.

⁴¹ Belluzzo e Almeida (2002, p.48) ressaltam que, embora não sejam os únicos que podem responder à demanda por *finance*, os bancos, ao concederem crédito, são os que *par excellence* podem fazê-lo.

concentra em operações de curto prazo, o que impede que seu ativo seja demasiadamente alongado. Ao conceder um empréstimo à firma, o banco assume uma posição especulativa, na medida em que absorve um ativo (o empréstimo) que está, em última instância, assegurado por um ativo ilíquido (o bem de capital adquirido pela empresa)⁴². A firma, por sua vez, também adota uma postura especulativa, muitas vezes financiando a compra de ativos de maturação elevada com dívidas de menor prazo. Ambos, então, encontram-se em situação vulnerável⁴³. Seria necessário que a firma pudesse achar detentores de suas dívidas que a permitissem pagar o empréstimo bancário, resultando, para o banco, no restabelecimento de sua liquidez e, para a firma, no casamento de prazos entre seus ativos e passivos⁴⁴.

Um possível candidato ao papel de detentor último das dívidas relativas ao investimento são os novos poupadores criados com o ato de investir. Desde logo, um volume de poupança nova é gerado, equivalente ao do investimento realizado. Se os novos poupadores fossem persuadidos a deter sua riqueza adicional em títulos (dívidas de longo prazo) da empresa investidora, tanto os bancos como as firmas alcançariam uma posição de equilíbrio em seus estoques. Porém, esse equilíbrio não seria facilmente atingido. Nesse caso, a dificuldade estaria no fato de que essa solução negligenciaria, por completo, a noção de preferência pela liquidez. Não parece racional, em um ambiente de incerteza como o traçado por Keynes, que esses novos poupadores concordem em deter diretamente ativos pouco líquidos. Isso depende, indubitavelmente, do grau de sua preferência pela liquidez. Quanto maior esta, maiores devem ser as taxas de juros oferecidas pelas firmas a esses indivíduos para que adquiram seus títulos de dívidas.

“A consolidação do investimento constitui-se, então, de lançamentos de dívida de longo prazo e/ou direitos de propriedade no mercado financeiro e de capitais. As dívidas podem ser mantidas pelas próprias unidades de dispêndio, mediante a acumulação interna de lucros ou pelas carteiras dos intermediários financeiros. Nesse caso, uma parcela dos ativos financeiros de longo prazo mantida pelas unidades ‘poupadoras’ adota a forma indireta de depósitos a prazo, cotas de fundos privados de pensão e aposentadoria, apólices de seguro, fundos de ações

⁴² Vale frisar que, no contexto da globalização financeira e das inúmeras inovações financeiras criadas, como o processo de securitização – transformação do crédito em títulos negociáveis no mercado de capitais – e os derivativos, os ativos bancários também se tornam mais líquidos e instrumentos de proteção em mercados futuros podem ser utilizados. No entanto, ávidos por rentabilidade e liquidez e diante da flexibilidade permitida ao capital pelo arcabouço institucional, a tomada de riscos e o grau de alavancagem por parte dos bancos tendem a aumentar.

⁴³ Esse ponto também é ressaltado por Albuquerque (1996), que embora preocupado mais com a inovação, retoma elementos da análise pós-keynesiana para a compreensão do processo envolvido a partir da decisão de investimento de uma firma.

⁴⁴ Em relatório da Unctad (2008, p.91), admitindo-se uma leitura de Minsky, afirma-se que não é possível às firmas coordenarem entradas e saídas de dinheiro, de modo a garantir que os fluxos de saída nunca excedam os de entrada. Dessa perspectiva, o crédito é fundamental porque permite às empresas investirem sem necessitarem de poupança prévia.

nos bancos, fundos mútuos de investimento, debêntures e/ou ações em posse dos bancos etc.” (Almeida *et al.*, 2009, p.35-36).

Disso, surge um detalhe essencial. Faz-se mister criar instituições que permitam que a poupança gerada desse processo seja canalizada, como *funding*, às firmas, possibilitando, concomitantemente, que os detentores desses recursos permaneçam relativamente líquidos. Em virtude disso, Guttman (1994, p.28-29) salienta a importância não apenas dos bancos no processo de concessão de crédito, mas também dos mercados financeiros. Segundo Carvalho (1992, p.152), “this is the role of financial institutions which, by pooling risks, are able to transform shorter- into longer-term assets. They may be able to offer liquid assets to savers and at the same time supply longer-term funds to investors. The more sophisticated and diversified the financial system is, [...] the more efficient it will be to intermediate resources between savers and investors”. Isso remete à adequação das fontes de financiamento às características do capital real a ser criado, em termos de risco, retorno esperado e prazo de maturação, o que exige uma ampla variedade correspondente de formas de financiamento, realizado seja pelo crédito intermediado pelos bancos, seja pelo mercado de capitais (Belluzzo e Almeida, 2002, p.51). Conforme lembra Studart (1999, p.162), “o financiamento ao investimento em geral está condicionado à existência de mecanismos de consolidação financeira [...]”, que contribuiriam para a redução do risco de instabilidade financeira.

Em suma, gastos planejados de investimento requerem uma demanda por moeda pelo motivo *finance*. Uma vez obtido o *finance*, supostamente pelo sistema bancário, capaz de criar poder de compra, o investimento pode ser executado. Este, por sua vez, provoca incrementos de renda, intensificados pelo efeito do multiplicador. Isso resulta na geração de uma poupança equivalente ao montante do investimento inicial. Os detentores dessa poupança, dependendo de sua preferência pela liquidez, podem alocá-la de inúmeras formas, como canalizá-la às firmas investidoras, adquirindo, por exemplo, títulos de dívidas das respectivas empresas. Cabe, assim, nesse processo de constituição do *funding*, o papel de instituições que o viabilizem, canalizando para tal fim o volume de poupança existente⁴⁵. Os problemas em uma economia empresarial ou monetária são, portanto, “how to make money available to investors, first, and, later, how to make the most of the resulting saving available to allow the funding of the investors’ debts” (Carvalho, 1997, p.471). Ao longo de todo esse processo, três decisões devem ser tomadas.

⁴⁵ Conforme salienta Cintra (1995, p.316), “é preciso que essa poupança financeira seja efetivamente canalizada para atender às necessidades do *funding*”.

“Firstly, to seek short-term credit to initiate the investment process. Secondly, to wait for right moment to place the long-term securities, when savers are looking for such placements or are willing to place their resources in financial intermediaries obligations that will allow the latter to fund entrepreneurs’ debts. Finally, to issue securities in the terms that can be accepted by the markets” (Carvalho, 1995, p.13). É pouco provável, mesmo em economias desenvolvidas, a existência de sistemas financeiros perfeitos capazes de transformar toda poupança em *funding* para os projetos de investimento. Nesse sentido, os agentes precisarão adotar estratégias mistas, combinando operações de *funding* e algum grau de apelo recorrente aos bancos para financiamento (Carvalho, 1992).

1.2.2. A abordagem minskyana das estruturas financeiras de unidades produtivas

Introduziram-se, anteriormente, alguns elementos da ampliação de portfólio proposta na abordagem de Minsky, tomando como base sua leitura da *Teoria Geral* de Keynes. Discorreu-se tanto sobre a consideração de ativos financeiros no portfólio dos agentes capitalistas, dentro da lógica de manutenção e valorização da riqueza, como sobre o investimento, destacando a dimensão financeira atribuída pelo autor. Neste caso, abordaram-se os denominados preços de oferta e de demanda do bem de capital, que incorporam, respectivamente, os riscos do credor e do devedor. É preciso, ainda, analisar a ampliação de portfólio pelo lado do passivo, refletindo a respeito de suas relações e consequências a partir da decisão de investir⁴⁶.

Conforme afirma Minsky (1986, p.184, grifo meu), “planning an investment project involves two sets of interlocking decisions on the part of the firm that is investing. One set deals with revenues expected from using the capital asset in production and the cost of the investment. The second set deals with financing the capital asset: *a decision to acquire capital assets is, basically, a decision to put out liabilities*”. Ou, como em outro trecho (*ibidem*, p.172), “a decision to invest – to acquire capital assets – is always a decision about a liability structure”. Isso denota explicitamente a introdução do passivo no portfólio dos agentes.

Assim, todo ativo, principalmente em se tratando de riqueza nova, exige alguma forma de financiamento. Minsky (1986, p.189-190) distingue três fontes de financiamento, a saber, os recursos líquidos detidos no portfólio (dinheiro em caixa e ativos financeiros ou quase-moedas), que excedam as necessidades das operações correntes, os recursos internos (lucros

⁴⁶ A análise baseia-se, sobretudo, em Minsky (1975, 1982 e 1986).

retidos) e os recursos externos à firma, obtidos tanto via empréstimo como via emissão de ações ou títulos de dívida.

A análise de Minsky (1986) centra-se na necessidade de recursos externos pelas firmas para a realização de novos investimentos, o que, em grande medida, torna o sistema mais instável⁴⁷. De acordo com o autor, o investimento possui um caráter especulativo, pois na decisão de investir e de financiar o investimento, empresário e credor estão especulando sobre o comportamento futuro do fluxo de caixa da firma (fonte de pagamento da dívida) e do mercado financeiro, ao qual se pode recorrer para refinar os débitos.

Ademais, ao contrair uma dívida, via tomada de crédito ou lançamento de títulos e/ou emissão de ações, o agente privado incorre em um fluxo de obrigações para com sua contraparte. No caso dos empréstimos, gera-se um compromisso financeiro a ser saldado a cada período, o que requer um nível mínimo de fluxo de caixa. Mais do que isso, sua decisão de demanda por financiamento implica que haja uma oferta correspondente, o que, de um ponto de vista microeconômico, significa existir outro agente disposto a abrir mão da liquidez, alocando parcela de sua riqueza na compra dos papéis financeiros emitidos ou oferecendo empréstimo, mediante criação de poder de compra, no caso de bancos comerciais. Uma vez que a formação de posições ativas requer financiamento, tornam-se fundamentais as condições ofertadas seja no sistema bancário, seja no mercado de capitais, quanto a prazos, taxa de juros, disponibilidade de recursos e disposição de financiar novas atividades, dados os resultados passados, o grau de alavancagem percebido no presente e as expectativas futuras.

Minsky (1986) propõe ainda uma tipologia para as estruturas financeiras, tendo em vista seus desdobramentos sobre a instabilidade do sistema, decorrente da existência de um número crescente de unidades dotadas de estruturas que se tornam, cada vez mais, financeiramente frágeis. Trabalha-se a taxonomia das estruturas financeiras, segundo o grau de fragilidade financeira gerado pela necessidade de financiamento externo do investimento. As unidades econômicas, a partir de seus fluxos de caixa, são classificadas como *hedge*, especulativa ou Ponzi.

Antes de discutir tais categorias, o autor apresenta uma taxonomia dos fluxos de caixa. Estes podem ser distinguidos em três tipos, a saber, *income*, *balance sheet* e *portfolio*. O primeiro resulta do processo de produção e concerne a salários, lucros e outras movimentações

⁴⁷ Para uma análise da instabilidade financeira gerada a partir do financiamento externo das firmas via mercado de capitais, ver Deos (1998b).

decorrentes de transações de bens finais ou insumos. O segundo refere-se aos fluxos vinculados às obrigações existentes, a exemplo do pagamento de juros e do principal. Quanto menor a duração dos instrumentos financeiros, maiores esses fluxos de caixa. O terceiro é resultado de transações entre capital e ativos financeiros. Assim, o que é *income cash flows* para o produtor de bens de investimento corresponde a *portfolio cash flows* para seu comprador. A segunda modalidade, *balance sheet cash flows*, pode ainda ser dividida em três categorias: *dated* (contratos com duração determinada e que possuem um pagamento de juros periódico, como um título), *demand* (contratos com duração indeterminada, como depósitos em instituições financeiras) e *contingent* (com caráter mais incerto e eventual, como o endosso por parte de terceiros ou pagamentos relacionados a dividendos e seguros).

Assim, quando os fluxos de receita esperados são suficientes para cobrir as obrigações incidentes sobre as dívidas existentes, o que engloba despesas correntes, financeiras e patrimoniais – i.e. quando há compatibilidade entre retorno do capital e compromissos financeiros, tanto no montante como nos prazos –, a unidade é considerada *hedge*. Quando os fluxos de receita esperados são inferiores, em alguns períodos, aos compromissos financeiros, sendo necessário rolar a dívida, trata-se da unidade especulativa. No momento em que é preciso contrair novas dívidas para honrar os compromissos anteriores, isto é, elevar o endividamento, visto que as receitas esperadas são insuficientes até mesmo para fazer frente ao serviço da dívida, tem-se o caso da estrutura financeira Ponzi. Nas palavras de Minsky (1986, p.203-204, grifo meu):

“If realized and expected income cash flows are sufficient to meet all the payment commitments on the outstanding liabilities of a unit, then the unit will be *hedge financing*. However, the balance sheet cash flows from a unit can be larger than the expected income receipts so that the only way they can be met is by rolling over or even increasing debt; units that roll over debt are engaged in *speculative finance* and those that increase debt to pay debt are engaged in *Ponzi finance*. Thus, speculative and Ponzi financing units need engage in portfolio transactions – selling assets or debts – to fulfill their payment commitments, whereas units engaged in hedge finance can meet payment commitments on debts without portfolio transactions. Of course, hedge units may engage in portfolio transactions to acquire assets, but this is a business strategy and not the result of a shortfall of income cash flows relative to maturing payment commitments. [...] whereas hedge units are not dependent upon financial market conditions in order to fulfill obligations, speculative and Ponzi financing units are. [...] An economy in which income cash flows are dominant in meeting balance sheet commitments is relatively immune to financial crises: it is financially robust. An economy in which portfolio transactions are widely used

to obtain the means for making balance sheet payments can be crisis-prone: *it is at least potentially financially fragile*".

Esse fragmento denota que as unidades financeiras *hedge* somente encontram-se vulneráveis a dificuldades em fazer frente aos compromissos financeiros se as receitas se reduzem muito além do esperado. Já as unidades especulativa e Ponzi estão expostas a desdobramentos ou mudanças dos mercados financeiros. Uma unidade especulativa pode se tornar rapidamente Ponzi mediante, por exemplo, um aumento na taxa de juros ou uma abrupta contração da receita. O inverso também é válido, isto é, uma estrutura Ponzi pode se tornar especulativa, caso os ganhos melhorem ou os custos, especialmente a taxa de juros, caiam. Desse modo, fica evidente que os prazos de refinanciamento das unidades são importantes na postura financeira que a caracteriza, pois o refinanciamento provoca mudanças no padrão temporal de pagamentos, podendo modificar a postura patrimonial da unidade econômica. Enquanto as unidades *hedge* estão suscetíveis a dificuldades por parte de alterações nos *product and factor markets*, as unidades especulativa e Ponzi dependem das mudanças nas taxas de juros (ou, de maneira mais geral, dos *financial market developments*), bem como nos *product and factor markets*. Na predominância de unidades *hedge*, as transações patrimoniais (venda de ativos ou dívidas) são pouco recorrentes, em especial por elas não dependerem substancialmente das condições do mercado financeiro para cumprir suas obrigações, enquanto para as demais isso é fundamental. Logo, modificações nas quase-rendas esperadas e nas taxas de juros podem provocar um descasamento patrimonial e um aumento da alavancagem do agente, deteriorando sua posição. Quanto maior o peso de unidades especulativas e Ponzi na economia, menores as margens de segurança e maior a fragilidade financeira sistêmica. Logicamente, esses diversos tipos de postura financeira coexistem no sistema e a predominância de uma ou de outra depende da fase do ciclo econômico.

Na medida em que oportunidades de lucro surgem dentro de uma estrutura financeira robusta e as condições econômicas correntes e esperadas são vistas como favoráveis, as unidades tendem a aproveitá-las, por exemplo, captando recursos de terceiros a taxas baixas. Isso, contudo, explicita desde logo o caráter endógeno que conduz a economia da hígidez à fragilidade. Os agentes podem deixar de perceber a liquidez como um atributo indispensável naquele momento. Podem, inclusive, financiar posições de longo prazo com dívidas de curto. Não se pode esquecer, todavia, que as unidades consideram os riscos do tomador e do prestador, o que contribui para limitar, ao menos um pouco, a euforia. O fato é que esses riscos percebidos são baixos. De toda

forma, uma estrutura robusta não se torna frágil de imediato. Isso é um processo que leva tempo. Mas, “the absence of serious financial difficulties over a substantial period leads to the development of a euphoric economy in which increasing short-term financing of long positions becomes a normal way of life” (Minsky, 1986, p.213).

A relação entre capital próprio e capital de terceiros, que permite verificar o grau de alavancagem da unidade econômica, confere indícios às margens de segurança assumidas. Estas tendem a se reduzir em momentos de resultados positivos, de ampla liquidez e de crescimento econômico, mas rapidamente se expandem quando da reversão do ciclo. Assim, torna-se um processo de retroalimentação, pois em momentos de investimentos crescentes, as margens de segurança incorporadas nas taxas de juros menores estimulam ainda mais os investimentos, ao passo que em momentos de percepção de riscos maiores, elas tendem a aumentar, acelerando a contração e dificultando o processo de refinanciamento por parte daqueles agentes altamente alavancados.

Com o crescimento do peso de unidades especulativas e Ponzi na economia, as forças endógenas desequilibrantes do sistema reforçam-se. A instabilidade é agravada pelo impacto das mudanças nas taxas de juros decorrentes do processo de maturação do *boom* de investimentos. Com o aumento dos investimentos, a demanda crescente por financiamento eleva endogenamente as taxas de juros, visto que os bancos buscarão compensar os riscos do endividamento crescente das corporações. Assim, a margem entre o valor presente dos ativos e o preço do produto do investimento encolhe, de tal modo que taxas de juros crescentes reduzem ou mesmo eliminam as margens de segurança que tornam o financiamento do investimento possível. Esse processo pode precipitar a crise e levar as unidades a diminuírem seus investimentos ou se desfazerem de posições, em busca de ativos mais líquidos. Quando este último aspecto se acentua, pois é preciso fluxos de caixa compatíveis com o volume crescente de obrigações financeiras (considerando-se taxas de juros flutuantes), os preços dos bens de capital e dos instrumentos financeiros, dada uma taxa de juros maior, caem em relação aos custos do investimento, desestimulando a produção de novas unidades de bens de capital e deprimindo a rentabilidade esperada dos ativos anteriormente financiados. Há uma desvalorização dos ativos não acompanhada por variação dos passivos. Isso pode conduzir a uma espiral deflacionária dos preços dos ativos.

A fim de evitar esse processo e as consequências das estruturas financeiras frágeis, cabe ao Estado atuar com elevados déficits ou como prestador de última instância, exercendo,

respectivamente, as funções de *Big Government* e *Big Bank*⁴⁸. Trata-se, por um lado, de realizar políticas fiscais anticíclicas que atenuem os impactos de uma crise, na medida em que o governo pode amenizar a redução da demanda privada ocorrida naquele momento e garantir, por meio dos déficits decorrentes de queda na arrecadação e aumento dos gastos, um nível mínimo de renda e de lucros que permita aos agentes não se desfazer, total e simultaneamente, de seus ativos financeiros em carteira, o que agravaria a situação. Por outro lado, as autoridades monetárias, sobretudo mediante ação dos bancos centrais, atuam nos sistemas financeiros, a fim de impedir a deflação dos preços dos ativos e seus desdobramentos no sentido de uma crise sistêmica. É evidente que lhes cabe o papel ainda de regular e fiscalizar o sistema, como ação preventiva contra predomínio de posturas financeiras frágeis e eventuais crises⁴⁹.

Dessa forma, a instabilidade é determinada por fatores endógenos ao sistema, por sua própria natureza, e não por choques exógenos. Conforme aponta Minsky (1986, p.173), “instability emerges as a period of relative tranquil growth is transformed into a speculative boom. This occurs because the acceptable and the desired liability structures of business firms (corporations) and the organizations acting as middlemen in finance change in response to the success of the economy”. Tais considerações permitem embasar as principais proposições da hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1986), a saber, que os mecanismos de mercado não são capazes de conduzir a economia a um equilíbrio sustentado, com estabilidade de preços e pleno emprego, por um lado, e que os ciclos econômicos decorrem dos atributos financeiros, intrínsecos ao capitalismo, por outro.

“Na raiz da instabilidade está a possível formação de sobreavaliações patrimoniais que exponham os agentes à vulnerabilidade financeira decorrente de possíveis mudanças não antecipadas nas condições de financiamento e na preferência pela liquidez dos detentores de riqueza. O ponto central é que os agentes capitalistas – empresas, bancos e famílias – constituem posições ativas, com base em expectativas de rendimentos futuros que podem não se realizar, no todo ou em parte. Para sustentar essas posições, celebram contratos e assumem compromissos financeiros que implicam um fluxo de recursos definidos contratualmente e não simplesmente ‘esperados’. Tais compromissos podem ser saldados não apenas com recursos do *cash flow* da empresa ou do agente, mas também com o aporte de novos recursos por sócios ou acionistas, a venda (ou

⁴⁸ Ver, também, Deos (1998a).

⁴⁹ Conforme salienta Minsky (1986, p.219), “a potential for contagion exists, which was most acutely realized in the wave of bank failures in the 1929-33 collapse. Intervention by central banks, including deposit insurance organizations, serves to abort such contagious developments”. Ambas as funções, de *Big Government* e *Big Bank*, também foram explicitadas durante a recente crise econômica mundial, haja vista as intervenções dos Estados Nacionais para resgatar os sistemas financeiros e mitigar os efeitos adversos sobre os diversos setores da economia. Este aspecto será retomado no capítulo 3, quando do tratamento a respeito da indústria automobilística.

aluguel) de ativos (inclusive ativos financeiros) e o refinanciamento das posições. Estas três formas adicionais de obtenção de fundos devem ser consideradas nas avaliações e decisões dos agentes” (Belluzzo e Almeida, 2002, p.206).

Em suma, Minsky considera a decisão de investimento essencial na dinâmica da economia, enfatizando seu caráter enquanto decisão financeira. O autor utiliza-se da teoria dos dois preços – preço de oferta e preço de demanda do bem de capital – para mostrar os determinantes do volume de investimentos. Do preço de demanda destacam-se as quase-rendas esperadas descontadas pela taxa de juros de longo prazo e o risco do tomador, relacionado ao seu grau de alavancagem ou relação entre capital próprio e de terceiros. Do preço de oferta sobressaem os custos, inclusive financeiros (basicamente, a taxa de juros de curto prazo), o *mark-up* e o risco do emprestador, que se reflete em um custo objetivo, dependendo das avaliações das instituições financeiras em relação ao seu grau de alavancagem e à sua preferência pela liquidez.

A partir dessa discussão sobre o investimento, surge o questionamento a respeito das formas de financiamento. Minsky reitera por diversas vezes que um ativo implica um passivo. Recursos líquidos presentes no portfólio, fundos internos e fundos externos podem ser utilizados para essa finalidade. Nesse âmbito, o autor desenvolve a taxonomia das estruturas financeiras das unidades econômicas, que podem ser classificadas, de acordo com seus fluxos de caixa, em *hedge*, especulativa ou Ponzi. Variações nas quase-rendas e nas taxas de juros, sobretudo se os contratos são vinculados a taxas flutuantes, constituem formas de deterioração da posição financeira patrimonial, que é exacerbada por um grau de alavancagem excessivo e por descasamentos nos balanços.

Alicerçada sobre os conceitos de alavancagem e de desequilíbrios patrimoniais, estabelece-se a hipótese da fragilidade financeira que, pelas razões já discutidas, possui caráter endógeno, por resultar do próprio funcionamento do sistema. Conforme aponta Minsky (1986, p.217-218), “a marked increase in the fragility of an economy occurs as an externally financed investment boom takes place. The financing relations assure that an investment boom will lead to an environment with increased speculative financing of positions, which in turn will lead to conditions conducive to a crisis. That is, a financial structure in which a debt deflation can occur and events that trigger the start of a debt deflation are normal results of the financing relations that lead into and take place during an investment boom”. Por fim, após a situação estável ter produzido a instabilidade, ressurgem o Estado para, via as funções de *Big Government* e *Big Bank*,

permitir a desalavancagem das posições, procurando minorar os danos desse processo sobre a economia e a sociedade.

1.2.3. O autofinanciamento das corporações

Conforme ressaltado, são várias as fontes de financiamento. É comum que haja uma combinação entre elas, a depender do volume do investimento, do tipo de investimento, da disponibilidade de recursos internos à firma e das condições de mercado para a tomada de recursos junto aos bancos ou via mercado de capitais. Também contribuem para isso as estruturas institucionais presentes em cada país, aspecto a ser analisado na subseção seguinte. Essa ampla gama de possibilidades e condicionantes apenas torna a questão ainda mais complexa, sem um arranjo ótimo ou único.

Nenhuma das abordagens apresentadas nega a importância e a utilização dos recursos internos – caixa, ativos líquidos e lucros retidos, de origem operacional ou não – à firma como forma de financiamento do investimento e/ou das atividades produtivas. Procura-se, somente, ressaltar, de um lado, que há agentes no sistema capazes de criar moeda e, por isso, atender uma demanda específica por recursos, prescindindo da existência de poupança prévia, e, de outro, que uma das raízes da fragilidade financeira sistêmica pode ser encontrada na busca pelo financiamento externo à empresa.

Sabe-se da relevância do sistema de crédito para potencializar investimento e consumo nas economias capitalistas. Contudo, visto que a acumulação interna de lucros⁵⁰ é a forma predominante de financiamento na realização de investimentos, cabe efetuar algumas considerações teóricas a esse respeito. Kalecki, que tal como Keynes reconhecia o princípio da demanda efetiva, de que o gasto gera a renda, e destacava, nesse sentido, a importância do investimento na determinação do nível de atividade econômica, é um dos autores que explicita esse aspecto, ao pensar nos determinantes do investimento⁵¹:

⁵⁰ Feijó (1999) trabalha a relação entre acumulação interna de fundos e decisões de preço, que é importante, sobretudo, no caso de mercados concentrados, em que se pode fixar um *mark-up*. Ver também Steindl (1983).

⁵¹ Em sua análise, Kalecki (1954, p.80-81) ressalta que a taxa de decisões de investimento – e o investimento em capital fixo, após um hiato temporal – seria função crescente da acumulação interna de capital (poupança bruta das firmas) e da taxa de modificação do montante dos lucros, e decrescente da taxa de variação do estoque de capital fixo. Ou seja, dependeria de meios e razões para investir. Quanto maiores os recursos próprios acumulados, maior o investimento. Por um lado, as firmas precisam dar um destino aos recursos ociosos, convertendo-os em investimento. Por outro, ao aumentar os recursos próprios, as empresas ampliam seu acesso ao capital de terceiros (por exemplo, via mercado de capitais). Quanto maior a lucratividade, maior também tende a ser o investimento. Está suposto aqui que, a partir da lucratividade corrente, tem-se uma expectativa quanto à lucratividade futura. Contudo, quanto maior o estoque de capital fixo, menor o investimento. Este seria o efeito que impediria o crescimento ilimitado do investimento. Tem-se, ademais, a noção de um efeito líquido entre as decisões de investir. Uma variação positiva dos lucros

“As decisões de investimento acham-se intimamente ligadas à acumulação interna de capital, isto é, à poupança bruta das firmas. Haverá uma tendência a empregar essa poupança em investimentos, e, além disso, o investimento pode ser financiado por dinheiro vindo de fora, atraído pela acumulação do capital da empresa. A poupança bruta das firmas portanto expande os limites impostos aos planos de investimento pelas restrições do mercado de capitais e pelo fator do ‘risco crescente’” (1954, p.80).

Essa passagem chama a atenção para alguns pontos importantes na concepção kaleckiana. Em primeiro lugar, evidencia-se que o investimento pode ser financiado tanto por recursos internos, como externos à firma. Em segundo lugar, a própria acumulação de capital pela empresa, além de ser uma fonte de financiamento importante, a confere maiores possibilidades de obter recursos externos. O autor salienta que o acesso a fontes externas à empresa, como o mercado de capitais, depende da quantidade de capital que possui. “O acesso de uma firma ao mercado de capitais, ou, em outras palavras, o volume de capital que pode esperar obter de investidores, é determinado em grande parte pelo volume do capital dessa empresa. Seria impossível uma firma tomar emprestado capital acima de um certo limite determinado pelo volume de seu capital” (*ibidem*, p.75). Em terceiro lugar, introduz-se a noção de “risco crescente”⁵², associado à utilização de recursos externos.

“[...] Muitas firmas não se dispõem a recorrer ao uso de todas as potencialidades do mercado de capitais, devido ao ‘risco crescente’ que a expansão envolve. [...] Uma firma que pense em expandir-se deve encarar o fato de que, dado o volume do capital da empresa, o risco aumenta com a quantia investida. Quanto maior o investimento com relação ao capital da empresa, maior será a redução da renda do empréstimo em caso de fracasso nos negócios” (Kalecki, 1954, p.75). Indiretamente, o autor trabalha com a teoria do portfólio. Caso os lucros do empresário se reduzam ou sejam nulos em determinado período, o fato de possuir todo seu capital imobilizado implicará auferir pouco ou nenhum rendimento, o que seria ainda agravado caso tivesse recorrido a empréstimos para financiar seus investimentos. Se, ao contrário, parte

não implica ampliação da capacidade produtiva, caso haja capacidade ociosa suficiente para cobrir a expansão da produção. O próprio Kalecki reconhece que haveria outros fatores na determinação das decisões de investir, como a taxa de juros, os rendimentos das ações e as inovações, cujos efeitos poderiam ser incorporados na função desenvolvida pelo autor por meio de uma constante sujeita a modificações no longo prazo. Para mais detalhes sobre a abordagem kaleckiana, ver, por exemplo, Possas (1987), que faz uma releitura da teoria da dinâmica capitalista.

⁵² Essa noção foi introduzida por Kalecki (1937 e 1939). Segundo o autor (1937, p.442), “there are two reasons for the increase of marginal risk with the amount invested. The first is the fact that the greater is the investment of an entrepreneur the more is his wealth position endangered in the event of unsuccessful business. The second reason making the marginal risk rise with the size of investment is the danger of ‘illiquidity’. The sudden sale of so specific a good as a factory is almost always connected with losses. Thus the amount invested k must be considered as a fully illiquid asset in the case of sudden need for ‘capital’. In that situation the entrepreneur who has invested in equipment his reserves (cash, deposits, securities) and taken ‘too much credit’ is obliged to borrow at a rate of interest which is higher than the market one”.

estivesse investida e parte aplicada em títulos com liquidez, poderia obter renda de seu capital. Logo, o risco vincula-se a perdas nas quais a empresa pode incorrer, decorrentes dos compromissos financeiros assumidos ao tomar recursos externos, quando de frustração dos rendimentos que esperava auferir a partir do investimento, de tal modo que “[...] quanto maior o volume dos empréstimos tomados, maior será o risco de uma contingência dessas” (*ibidem*, p.76).

De acordo com Silva (1999, p.258) o risco associado ao ônus decorrente de uma eventual frustração das expectativas será tanto maior quanto: a) maior o peso relativo do ativo no portfólio (ou seja, baixa diversificação das aplicações de capital); b) maior a dívida assumida para financiar a aplicação (em caso de retorno nulo do ativo, sendo a aquisição autofinanciada, o agente apenas deixaria de ganhar, ao passo que teria de arcar com compromissos financeiros, se para a compra fossem utilizadas fontes externas, como emissão de títulos, tomada de empréstimos etc.); c) maior a emissão de ações necessária para viabilizar a aplicação (visto que poderia colocar em risco o controle dos acionistas majoritários ou gerar uma queda na cotação das ações).

“Decorre do acima exposto que a expansão de uma firma depende de sua acumulação de capital a partir dos lucros correntes. Isso permitirá à firma realizar novo investimento sem defrontar-se com os obstáculos representados por um mercado de capitais limitado ou pelo ‘risco crescente’. Não só a poupança feita a partir dos lucros correntes poderá ser investida diretamente nos negócios, como também esse aumento do capital da firma irá possibilitar-lhe contrair novos empréstimos” (Kalecki, 1954, p.76).

Evidencia-se, portanto, a importância da acumulação interna de lucros para a realização de novos investimentos. Por um lado, quanto maior o capital da empresa, maior facilidade encontrará para obter financiamento externo. Por outro lado, seguindo o “princípio do risco crescente”, ao obter financiamento externo, o risco por ela assumido, em caso de fracasso, será tanto maior quanto maior for o valor dos empréstimos em relação ao valor de seu capital próprio, ou seja, quanto maior for seu grau de alavancagem.

Conforme observado na subseção anterior, situações como essa poderiam agravar a estrutura financeira das unidades econômicas, tornando-as mais vulneráveis em momentos de reversão do ciclo econômico e das condições de refinanciamento de suas posições. Como se sabe, o funcionamento do sistema bancário tende a acompanhar o comportamento da maioria. Diante de um cenário em que predominam expectativas positivas, os bancos procuram gerar novas fontes de liquidez, a fim de capturarem oportunidades de negócios rentáveis e, conseqüentemente, manter ou ampliar sua participação de mercado. Em contrapartida, quando as

expectativas se reverterem, em decorrência de um grau de incerteza percebido maior, apresentam a mesma capacidade e agilidade para contrair a oferta de crédito (Almeida *et al.*, 2009, p.43). Logo, a utilização de recursos próprios para o financiamento do investimento – ou, de modo mais amplo, de suas decisões de gasto – apresenta-se como saída para reduzir a exposição financeira das corporações.

1.2.4. As estruturas institucionais do financiamento

Na discussão precedente sobre *finance* e *funding*, foi salientada a necessidade da construção de um arcabouço institucional que viabilize o financiamento do investimento⁵³. Baseado em experiências históricas, Zysman (1983) propõe uma tipologia analítica de sistemas financeiros predominantes em diversos países. São três as modalidades propostas: “(1) a system based on capital markets with resources allocated by prices established in competitive markets, (2) a credit-based system with critical prices administered by government, and (3) a credit-based system dominated by financial institutions” (*ibidem*, p.55). A presença de cada um desses tipos varia historicamente de país para país e de época para época. Na verdade, trata-se de tipos ideais, isto é, em determinado país, em um momento específico, pode prevalecer um desses arranjos, o que não implica, porém, a inexistência dos demais.

No primeiro tipo de sistema financeiro, baseado em mercados de capitais, a fonte fundamental de recursos de longo prazo às empresas seria a emissão de ações e títulos. Haveria diversas instituições financeiras especializadas e os preços seriam estabelecidos em condições relativamente competitivas, com bancos, firmas e Estado atuando em esferas distintas. Reino Unido e Estados Unidos seriam representantes desse sistema. No segundo tipo, baseado no crédito e com papel central do Estado na fixação dos principais preços, os mercados de capitais são pouco desenvolvidos e de difícil acesso aos tomadores privados, sendo frequentemente utilizados pelo governo para levantar recursos para seus projetos. As firmas voltam-se, portanto, às instituições de empréstimo, a fim de obter o financiamento necessário. O Estado atua apoiando os empréstimos bancários e facilitando a criação de moeda. Ao estabelecer os preços em importantes mercados, também direciona as prioridades da economia⁵⁴. França, Itália e Japão são exemplos dessa modalidade de sistema financeiro baseado no crédito e sob controle do Estado.

⁵³ Uma abordagem sobre *finance* e *funding* a partir de esquemas analíticos de sistemas baseados em crédito e mercado de capitais pode ser encontrada em Carneiro (2009).

⁵⁴ Tal como aponta Studart (1999, p.163), “os bancos comerciais dependem de forma significativa das autoridades monetárias (e é por meio dessa dependência que o governo exerce influência financeira sobre os níveis e direção do investimento privado)”.

No terceiro tipo, igualmente baseado no crédito, porém com um número limitado de fortes instituições financeiras, os preços são determinados pelo mercado, mas refletem, em sua trajetória, o elevado grau de concentração e o poder de mercado das instituições. Alemanha e Suécia seriam seus representantes típicos (Zysman, 1983, p.70-72).

Adicionalmente, pode-se pensar a organização institucional para o financiamento da acumulação de capital a partir de sistemas financeiros segmentados e sistemas baseados em bancos universais, cuja conformação está condicionada aos processos históricos (Carvalho, 1995). Os sistemas financeiros segmentados organizam-se por meio de uma forte especialização de diferentes instituições em mercados específicos. Assim, cabe aos bancos comerciais a criação do poder de compra necessário à viabilização dos investimentos. O crédito gerado se restringe ao financiamento de curto prazo. Com o objetivo de compatibilizar os períodos de maturação do financiamento e dos ativos de capital, as firmas buscam a colocação de títulos de longo prazo ou a emissão de ações no mercado. Nesse processo, atuam, por exemplo, os bancos de investimento, que passam a deter em suas carteiras esses ativos, viabilizando a concretização do investimento pelas firmas. Destaca-se, portanto, a existência, em um sistema segmentado, de uma nítida divisão funcional entre as diversas instituições. Nos sistemas financeiros baseados em bancos universais, essa especialização não ocorre. Nesse ambiente, existem grandes instituições bancárias operando nos vários segmentos financeiros. Elas se responsabilizam tanto pela captação dos depósitos à vista e provisão do crédito de curto prazo, como pelos empréstimos de longo prazo, negociando e detendo títulos das empresas, além de prestar outros serviços financeiros, como a gestão de portfólios. Tais bancos podem executar o provimento, seja do *finance*, seja do *funding*.

Vale ressaltar que com o processo de desregulamentação dos mercados financeiros nacionais e internacionais e o surgimento de inúmeras inovações financeiras operadas inclusive por novos agentes econômicos, sobretudo a partir da década de 1970, os limites e diferenciações desses sistemas tornaram-se mais tênues. Ferreira *et al.* (1998) comparam o quadro institucional de diversos sistemas financeiros nacionais, em especial diante dessas transformações⁵⁵. Os autores apontam para um movimento de convergência entre os instrumentos dos mercados de

⁵⁵ Braga (1998) compara os sistemas financeiros americano, japonês e alemão, tomando em consideração essas mudanças e os reflexos sobre as finanças das corporações, em especial no que se refere à existência de arranjos em prol de finanças industrializantes, isto é, que apresentem uma relação de interdependência entre o sistema financeiro-monetário e o sistema industrial em bases permanentes, com menor exposição da dinâmica econômica aos movimentos de especulação com ativos financeiros.

crédito e de capitais, porém sublinham que as distinções entre esses mercados, bem como entre as formas de financiamento (empréstimos, ações, títulos etc.), são importantes, na medida em que a cada instrumento estão associados diferentes graus de risco e, do ponto de vista da gestão empresarial, cada forma de financiamento tem implicações diversas. Eles destacam que, por meio dos impulsos ocorridos na esfera financeira internacional nas últimas décadas, como de securitização, internacionalização/globalização e aumento da importância de instituições não bancárias em operações de intermediação, os mercados de capitais têm se ampliado e fortalecido, sobretudo nas economias desenvolvidas.

No entanto, os sistemas guardam suas particularidades, inclusive nas relações entre empresas e instituições financeiras. Tanto em Alemanha⁵⁶, Coreia do Sul e França, países em que houve tradicionalmente uma forte associação entre investimentos e empréstimos bancários, como em Argentina, México e Chile, em que condições de instabilidade macroeconômica inviabilizaram a consolidação de mercados de títulos privados, não se observou o desenvolvimento mais profundo do mercado acionário e de outras formas de captação de recursos pelas empresas, embora estas tenham conquistado, diante da intensificação dos movimentos de integração e de liberalização dos mercados, maior relevância do que outrora. No Japão, a expansão do mercado bursátil, associado inclusive com movimentos de especulação, intensificou-se a partir da década de 1980, quando as relações entre bancos e empresas – notadamente, os grandes conglomerados (*keiretsu*) – já se mostravam enfraquecidas, comparativamente ao que se verificou durante o esforço de industrialização na fase caracterizada pelo “milagre econômico” japonês⁵⁷. As empresas foram estimuladas a recorrer mais à emissão de ações e de *commercial papers*, além de bônus no exterior. Ainda assim, nessas economias, as empresas são, em geral, mais dependentes do crédito bancário do que da emissão de títulos de dívida ou de propriedade.

Estados Unidos e Reino Unido, ao contrário, são as principais economias em que os mercados de capitais desempenharam um papel historicamente importante. As empresas americanas e britânicas “tradicionalmente complementam os recursos necessários ao financiamento dos seus investimentos com a emissão de ações” e, mais recentemente, via emissão de títulos de dívida direta (Ferreira *et al.*, 1998, p.80). Conforme apontam esses autores,

⁵⁶ Sobre o sistema financeiro alemão, baseado em bancos universais, e o forte papel do crédito na estrutura de financiamento das empresas daquele país, ver Acioli (1998).

⁵⁷ Para mais detalhes a respeito do padrão institucional do sistema financeiro japonês tanto no pós-guerra como nos anos 1980, com o movimento de desregulamentação financeira, e seus impactos sobre as formas de captação das empresas, ver Levi (1998) e Torres Filho (1997 e 1999).

a partir da década de 1980, as empresas dos EUA passaram a dar maior preferência ao endividamento, com crescente importância relativa da emissão de bônus e notas nos mercados nacional e internacional, em detrimento dos empréstimos bancários, especialmente de bancos domésticos⁵⁸. Cabe notar que no caso americano as empresas já se financiavam no mercado de capitais mediante emissão de títulos desde a década de 1960, porém para atender necessidades de financiamento corrente, por meio da emissão de *commercial papers*, instrumentos de dívida de curto prazo utilizados para financiar capital de giro.

No âmbito da institucionalidade do financiamento, desempenha também papel central o Estado. Em indústrias estratégicas para o desenvolvimento da economia, o financiamento público constitui um canal para a concretização dos planos de investimento. Evidentemente, o acesso a tais recursos varia de acordo com o país e o período histórico⁵⁹. Deve-se considerar, ainda, que a atuação do Estado perante os setores estratégicos, como o automobilístico, é mais ampla e abarca, além dos aspectos relativos ao financiamento direto e à mediação dos sistemas financeiros, políticas tributárias, comerciais, de inovação etc., compondo um arcabouço institucional que permeia as atividades e estratégias das corporações.

Essa discussão sobre os padrões de financiamento externo das empresas frequentemente recai sobre as vantagens e desvantagens do mercado de capitais em relação ao crédito bancário. Entretanto, alguns pontos devem ser considerados a partir das reflexões já realizadas. Em primeiro lugar, o circuito *finance-funding* permeia qualquer um dos arranjos institucionais de financiamento, sob distintas formas. Em segundo lugar, os sistemas financeiros, na realidade, são muito mais complexos. Suas estruturas não são atemporais e estão permanentemente expostas a possíveis mutações. Além disso, mercados de capitais e de crédito podem apresentar fortes complementaridades. Em terceiro lugar, as transformações ocorridas em âmbito financeiro nas últimas décadas, principalmente via inovações financeiras e processos de desregulamentação dos mercados, tornaram as estruturas de financiamento mais homogêneas entre os países, com tendência à consolidação de grandes conglomerados financeiros (representados na concepção de bancos universais), apesar de resguardadas suas especificidades. Logicamente, a configuração da estrutura institucional de financiamento de um país ajuda a explicar o grau de financiamento das firmas em cada modalidade, se por recursos internos e/ou

⁵⁸ Ver, também, Cintra (1998a e 1998b).

⁵⁹ Ver, por exemplo, Cintra (2007), para experiências internacionais, e Jayme Jr. e Crocco (2010), sobre o papel dos bancos públicos no desenvolvimento brasileiro.

externos e de que tipo. Em quarto lugar, deve-se lembrar da predominância dos fundos internos às empresas como modalidade de financiamento do investimento.

De acordo com a Unctad (2008, p.119-122), em pesquisa baseada em evidências empíricas de mais de 32.000 firmas de 100 países desenvolvidos, em desenvolvimento e em transição, no período entre 2002 e 2006, a principal forma de financiamento do investimento pelas empresas, em média, são os lucros retidos (cerca de 2/3 do total), seguidos pelos empréstimos bancários (16% a 23%). Com menor participação, aparecem o apoio financeiro de família e amigos e a emissão de ações. Logo, privilegiam-se as fontes internas de financiamento do investimento em relação às externas, dentre as quais, em menor proporção, aparece o financiamento acionário. É evidente, todavia, que a estrutura de financiamento depende do tamanho da firma, bem como dos países ou regiões em que estejam localizadas. Em geral, grandes empresas dependem mais de empréstimos do que empresas de menor porte, ainda que, para todas, predominem os recursos próprios. Em países desenvolvidos, tende-se a recorrer mais a recursos externos à firma do que nos demais. Há, contudo, diversas particularidades entre os países, de acordo com a institucionalidade vigente. Na Índia, por exemplo, destaca-se o papel do sistema bancário, cuja participação no financiamento do investimento ultrapassa 40% no caso de grandes empresas. No Brasil, por sua vez, ressalta-se o papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), importante canal de financiamento público.

Faz-se mister sublinhar que as diferentes formas de financiamento são complementares entre si, muito mais do que substitutas ou concorrentes. Devem-se considerar ainda as especificidades mencionadas, que incluem diferenças: a) de tamanho da firma – como mostrou Kalecki, firmas com maior capital tendem a obter acesso mais fácil a recursos externos, ainda que, dado o “risco crescente”, não se tornem as modalidades predominantes de financiamento; b) de estrutura e grau de desenvolvimento dos sistemas financeiros nacionais, no sentido de conformar instituições – públicas e/ou privadas, dos mercados de crédito e/ou de capitais – capazes de canalizar a poupança para o financiamento produtivo; c) setoriais, o que está relacionado ao tamanho da firma, mas também à escala produtiva – exigência, por exemplo, de tamanho mínimo da planta e/ou tecnologia avançada, requerendo montante elevado de capital necessário à realização do investimento – e à estrutura de mercado em que ela está inserida – em oligopólios, predominam grandes empresas, que detêm poder de mercado elevado, têm capacidade de impor barreiras à entrada significativas, possuem um poder de negociação com

clientes e fornecedores geralmente assimétrico e operam com capacidade ociosa planejada⁶⁰, características que impactam a dinâmica produtiva e, conseqüentemente, de financiamento. Todos esses elementos, de algum modo, interagem e configuram um leque amplo e variado de combinações entre as formas de financiamento das empresas ao longo do tempo, afetadas constantemente pelas transformações produtivas, financeiras e tecnológicas, que resultam em novos rearranjos.

1.2.5. Algumas considerações sobre o financiamento da inovação, da produção e da comercialização

A fim de complementar a abordagem, faz-se mister introduzir as bases do financiamento apontadas por Schumpeter (1912 e 1928)⁶¹. Após ressaltar a importância das novas combinações, ele se questiona: “de onde vêm as somas necessárias à aquisição dos meios de produção necessários para as combinações novas, se o indivíduo em questão por acaso não as tiver?” (1912, p.52). A resposta, evidente a um pós-keynesiano, simbolizava mais uma ruptura do denominado fluxo circulatório. Isso porque a “criação de poder de compra pelos bancos” (*ibidem*, p.53), por meio da concessão de crédito, é o reconhecimento de que a poupança constitui um elemento *ex post*. Logo, rompe-se com a ideia de poupança prévia para a execução de qualquer atividade produtiva e, sobretudo, do investimento, inclusive o da inovação. Nesse sentido, o banqueiro, capitalista por excelência, desempenha uma função crucial no desenvolvimento econômico, ao produzir a utilidade “poder aquisitivo”⁶². Conforme reforçam Kregel e Burlamaqui (2006, p.10) “[...] in the Schumpeterian view, finance plays the role of the handmaiden of creative destruction that allows industry to produce technological advance and economic development”.

“Este processo de inovação na indústria através da ação empresarial fornece a chave para todos os fenômenos de capital e crédito. O papel do crédito seria técnico e subordinado, no sentido de que tudo o que é fundamental acerca do processo econômico poderia ser explicado em termos de bens, se a indústria crescesse em pequenos avanços ao longo de curvas coerentes. Pois neste caso o financiamento poderia e seria feito substancialmente por meio da renda bruta

⁶⁰ Ver, por exemplo, Steindl (1983).

⁶¹ Prates *et al.* (2009) salientam o papel do crédito na *Teoria do Desenvolvimento Econômico* de Schumpeter. Os autores também trabalham com as noções de Keynes de *finance* e *funding*, bem como de Minsky a respeito do financiamento das empresas e do papel desempenhado pelos bancos nesse processo.

⁶² Schumpeter (1912, p.53, grifos no original) enfatiza: “E essa é a fonte a partir da qual as novas combinações frequentemente são financiadas e a partir da qual teriam de ser financiadas *sempre*, se os resultados do desenvolvimento anterior não existissem de fato em algum momento”.

corrente, e apenas pequenas discrepâncias teriam de ser atenuadas. [...] Entretanto, como a inovação é descontínua e envolve uma mudança considerável e no capitalismo concorrencial é tipicamente incorporada às novas firmas, ela exige grandes gastos antes do aparecimento de qualquer renda, razão por que o *crédito* se transforma num *elemento essencial do processo*. E não podemos recorrer à poupança a fim de explicar a existência de um fundo do qual venham a surgir estes créditos. Isto porque um tal procedimento implicaria a existência de lucros prévios, sem os quais não existiria nada que se assemelhasse aos montantes exigidos – mesmo assim a poupança geralmente fica aquém das necessidades – e, numa explanação de princípios, a presunção de lucros prévios resultaria num raciocínio circular. A “criação de crédito” transforma-se, assim, numa parte essencial tanto do mecanismo do processo como da teoria que o explica. Portanto, a poupança propriamente dita vem a ser menos importante do que a doutrina comumente aceita dá a entender, para a qual o crescimento contínuo da poupança – a acumulação – é o sustentáculo da explanação” (Schumpeter, 1928, p.282-283, grifo meu).

Deve-se ponderar que isso não implica a inexistência ou impossibilidade de usufruir de lucros retidos para determinado fim. Schumpeter (1928, p.287) observa que, no caso do capitalismo oligopolista, “embora a criação de crédito ainda tenha um papel a desempenhar, tanto o poder de acumular reservas como o acesso direto ao mercado financeiro tendem a reduzir a importância deste elemento na vida das empresas oligopolistas”. Isso não nega o crédito, mas amplia a gama de fontes de recursos disponíveis às empresas, sobretudo às grandes, para promoverem inovações, o que, por sua vez, depende de características institucionais historicamente determinadas que favorecem, em maior ou menor grau, algumas modalidades de financiamento, em detrimento a, ou em conformidade com, outras.

As considerações de Schumpeter reiteram, por um lado, a relevância de fontes externas para o financiamento das empresas em sentido amplo, não apenas restrito às inovações, e por outro, a complementaridade entre recursos internos e externos para levar adiante projetos de investimento, o que está alinhado ao que foi discutido até aqui⁶³. Cabe, no entanto, realizar alguns comentários adicionais no que tange ao financiamento da inovação – tomada,

⁶³ Cabe destacar que, dentro da vertente neo-schumpeteriana, Perez (2004) é uma das poucas autoras a se referir ao financiamento da inovação. Como ela mesmo afirma, lembrando a contribuição de Schumpeter, “this is not, however, how his legacy has been interpreted and enriched by the great majority of Neo-Schumpeterians. The accent has almost invariably been on the entrepreneur to the neglect of the financial agent, no matter how obviously indispensable this agent may be to innovation” (*ibidem*, p.2). Sua abordagem, embora reconheça a importância do mecanismo de financiamento para a concretização da inovação, também não remete à linha de investigação dessa pesquisa. A preocupação dela recai sobre elementos que conformam os ciclos ou ondas longas, mais especificamente sobre o comportamento cíclico das revoluções tecnológicas, dentro do qual as finanças desempenham papel significativo, em decorrência, primordialmente, da flexibilidade inerente ao capital financeiro, que conduz a movimentos de expansão, bolhas e contração no processo de desenvolvimento tecnológico. Todavia, os conceitos presentes de paradigma tecnoeconômico (*techno-economic paradigm*) e de esfera socioinstitucional (*socio-institutional sphere*), bem como a ênfase em sua interação para a ocorrência de uma revolução tecnológica, correspondência esta assinalada também por Freeman (1984, p.499), apontam para a conformação de um sistema amplo e entrelaçado que permite o surgimento de inovações com *pervasive effects* sobre o sistema econômico.

basicamente, como o desenvolvimento de novas tecnologias –, da produção e da comercialização, elementos a serem também analisados quando do estudo da indústria automobilística.

Foi destacado que a inovação envolve, em geral, um volume significativo de capital para sua realização⁶⁴. Caso se trate de firmas pequenas e novas, a depender do arcabouço institucional consolidado no país, pode-se recorrer, por exemplo, ao mercado de capitais, ao capital de risco (*venture capital*)⁶⁵ ou a alguma linha pública de fomento à inovação. Conforme Freitas *et al.* (1999), empresas de alto conteúdo tecnológico apresentam, geralmente, em sua trajetória de crescimento três momentos distintos que exigem uma fonte específica de recursos. No primeiro momento, a empresa requer *seed money*, recurso estatal de origem orçamentária para desenvolver uma ideia inovadora. No segundo momento, quando essa ideia inicial já se mostrou viável, a empresa necessita de aporte de capital de risco para implementar o projeto e levar adiante a maturação desse investimento. O mercado de *venture capital*, entretanto, exige estabilidade monetária e a construção de uma estrutura intertemporal de taxas de juros no mercado financeiro, o que tende a ser observado apenas em economias desenvolvidas, a fim de atrair investidores em busca de oportunidades de valorização da riqueza. No terceiro momento, caso sua decisão seja por ampliar a escala de produção, a empresa precisará de recursos que podem ser obtidos mediante abertura do capital, o que também implica a existência de um mercado de capitais profundo e líquido⁶⁶.

Para as grandes empresas, em mercados oligopolistas, a busca pela inovação torna-se um processo periódico, reforçado pela existência de departamentos internos destinados à Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). É necessária a destinação de recursos internos a essas áreas. Contudo, a inovação, se entendida como desenvolvimento de novas tecnologias, pode requerer montante elevado de capital e a procura por fontes externas de financiamento, públicas e/ou privadas. Como ressalta Crotty (2002, p.16, grifo no original),

“large-scale innovation is an uncertain, expensive, path-dependent, long-term process. Even when successful, innovation may not pay off for many years and involves learning by doing, so the firm may have to put in more capital than

⁶⁴ Jiménez (2008) aborda a dificuldade em se financiar as atividades inovadoras, em especial, na América Latina.

⁶⁵ Chesnais e Sauviat (2005) salientam a importância do arcabouço institucional para o financiamento da inovação. Os autores argumentam que nos Estados Unidos desenvolveram-se condições específicas, de difícil replicação em outras economias, que permitiram a expansão do mercado de capital de risco na década de 1990, utilizado principalmente por segmentos de alta tecnologia. Tais condições englobavam características do mercado de trabalho americano (elevada flexibilidade e mobilidade, e alta qualificação dos trabalhadores) e do sistema financeiro (elevada oferta de fundos, geralmente de investidores institucionais, para destinar uma parcela a essas atividades de risco e um mercado acionário, ou de fusões e aquisições, líquido para permitir a saída dos investidores e a concretização de seus ganhos), que combinadas fomentavam as iniciativas empreendedoras.

⁶⁶ Ver, por exemplo, Lazonick (2007) para o caso americano de empresas inovadoras.

initially planned to bring a successful innovation to fruition. *Only sources of finance with a long-term commitment to the firm can possibly provide the money needed to sustain long-term innovation*”.

Muitas vezes, esforços conjuntos, e até alianças estratégicas, entre corporações e/ou institutos de pesquisa são empreendidos, a fim de dividir riscos e custos e obter melhores resultados com maior rapidez. Nesse contexto, são indispensáveis também estruturas financeiras nacionais de incentivo às atividades inovadoras. Segundo Kregel e Burlamaqui (2006, p.10), “[...] any argument made for protection to allow countries to develop particular branches of such industries should also include means to develop an appropriate national financial structure that allows the expansion of these knowledge absorbing sectors to take place”⁶⁷.

A respeito da produção, a literatura sobre financiamento tende a discuti-la menos, em comparação com o investimento e a inovação. Na verdade, grande parte da abordagem precedente se aplica à produção. Conforme apontado por Keynes (1936), a decisão de produção está vinculada às expectativas de curto prazo, enquanto a decisão de expansão da capacidade produtiva está relacionada às expectativas de longo prazo. “[...] o comportamento de cada firma individual, ao fixar sua produção diária, é determinado pelas *expectativas a curto prazo* – expectativas relativas ao custo da produção em diversas escalas e expectativas relativas ao produto da venda desta produção [...]” (*ibidem*, p.53-54, grifo no original). Trata-se de expectativas atuais sobre o comportamento futuro (no sentido, de curtos intervalos de tempo) da demanda (ou das vendas), que podem ser periodicamente revisadas e ajustadas, sobretudo com as transformações na órbita produtiva, em direção à maior flexibilização e adequação à demanda.

O financiamento do capital de giro, central em qualquer empresa produtiva, tende a depender de recursos internos e, muitas vezes, de recursos externos, em especial, linhas de financiamento bancário ou emissão de títulos de dívida de curto prazo, a exemplo dos *commercial papers*. Conforme salienta Guttman (1994, p.28), “when used to finance production activities, credit bridges the gaps between cost outflows and revenue inflows and shortens capital turnover”. Além da disponibilidade de crédito e mesmo como alternativa à sua escassez em determinados momentos, é necessária a manutenção de recursos líquidos para que a empresa tenha a mobilidade suficiente para ajustar sua produção às flutuações da demanda, haja vista o fato de que, em oligopólios, trabalha-se com capacidade ociosa planejada, justamente para

⁶⁷ Sobre arranjos institucionais para financiamento da inovação, ver Albuquerque (1996). A respeito dos Sistemas Nacionais de Inovação, consultar Christensen (1992) e Freeman e Soete (2008).

realizar tais ajustes. As decisões de investimento, inclusive por envolverem maior volume de capital e maior grau de incerteza (menor é a previsibilidade no longo prazo), compreendem, em geral, maiores entraves à sua realização, em relação às decisões rotineiras de produção, atinentes, em grande medida, à gestão administrativa diária dos recursos da empresa.

Por fim, no que concerne à comercialização de bens finais, é evidente que isso depende do padrão de consumo de cada sociedade⁶⁸, o que está relacionado ao nível de renda e riqueza do indivíduo e ao seu acesso a fontes de financiamento externo, geralmente, empréstimos de curto prazo fornecidos por instituições bancárias e/ou financeiras, incluindo os instrumentos de cartão de crédito. Segundo Guttman (1994, p.28), “when financing consumer durables (e.g., homes, cars), credit permits large-ticket purchases which, in the absence of adequate savings, would otherwise have occurred only much later or not at all. In general, credit financing accelerates economic activity by increasing aggregate spending levels”. Ou seja, o crédito possibilita a materialização e/ou antecipação das decisões de consumo, em particular, e de gasto (incluindo investimento), de modo geral, em níveis muito superiores àqueles que poderiam ser efetuados em sua ausência, dinamizando a atividade econômica.

O consumo também pode ser financiado mediante a própria gestão de portfólio do indivíduo, realocando/vendendo alguns de seus ativos para a aquisição de outros, até mesmo bens duráveis e não duráveis de consumo. A depender do setor, há distintas características quanto ao financiamento do consumo. Pode-se, por exemplo, pensar em grandes lojas de departamentos e/ou supermercados, que permitem parcelamento da compra e, muitas vezes, trabalham em conjunto com financeiras. Pode-se ainda considerar, como no caso da indústria automobilística, o fato de as empresas deterem braços financeiros que forneçam distintas modalidades de crédito ao consumidor para a aquisição de seus produtos, sob condições facilitadas de prazo, taxa de juros e garantias requeridas. Devido às inúmeras possibilidades, que não se esgotam aqui, trata-se da comercialização apenas na análise da referida indústria no próximo capítulo. Pondera-se, inclusive, sobre os efeitos da existência dos bancos das montadoras na dinâmica da corporação.

⁶⁸ A respeito da lógica de endividamento crescente dos consumidores em algumas economias, como a americana, exacerbada a partir da década de 1990, ver Guttman e Plihon (2008).

Capítulo 2 – O padrão de financiamento das empresas do setor automobilístico

A indústria automobilística, objeto dessa pesquisa, apresenta elevada importância econômica e setorial, decorrente do forte encadeamento existente com outros setores na cadeia produtiva e de seu alto grau de internacionalização (Casotti e Goldenstein, 2008). Estima-se que ela responda por 10% do Produto Interno Bruto (PIB) dos países desenvolvidos e, junto com o setor de autopeças, gere mais de 8 milhões de empregos diretos no mundo. Caracteriza-se por ampla internacionalização e descentralização produtiva, com papel relevante da inserção de fornecedores nas linhas de montagem, o que contribui para a configuração do padrão produtivo e concorrencial. Além disso, nela se observa o desenvolvimento de novas tecnologias e modelos de gestão produtiva (como a produção em massa e a produção enxuta), que posteriormente se difundem para outros setores. Trata-se de um setor bastante concentrado, marcado pelo processo de fusões e aquisições e formação de alianças estratégicas. Apesar das elevadas barreiras à entrada, isso não significa a impossibilidade de emergência e consolidação de novos *players*, haja vista o poder de mercado já conquistado pelas empresas japonesas e sul-coreanas, além da recente ascensão chinesa, tanto em produção como em demanda.

A partir dessas considerações mais gerais, procura-se neste capítulo delinear o padrão de financiamento das corporações do setor automobilístico, considerando os aspectos relacionados ao investimento, à produção e à comercialização, e apontando para a importância do crédito nesses processos. Ressalta-se a relação entre as montadoras e seus agentes financeiros, bem como as transformações produtivas e financeiras que afetaram a dinâmica setorial nas últimas décadas.

A fim de caracterizar o padrão de financiamento das corporações da indústria automobilística, buscou-se sistematizar as informações contidas em seus relatórios financeiros anuais. Com isso, construíram-se, para cada corporação, tabelas referentes ao demonstrativo de resultados, balanço patrimonial e fluxos de caixa, com base em seus resultados consolidados em âmbito global e com a abertura das principais contas de interesse. Foram selecionadas oito companhias (Daimler, Fiat, Ford, General Motors, Honda, Hyundai, Toyota e Volkswagen), em virtude de sua importância na indústria e da diversidade em relação às regiões de origem (Estados Unidos, Europa e Ásia). O período para essa análise compreende uma década (2000-2009) e foi escolhido devido à disponibilidade de dados para a maioria das corporações. Cabe ressaltar que

os dados de Honda e Toyota se iniciam apenas em 2003, porém optou-se por trabalhar com informações a partir de 2000 para as demais companhias, evitando perdas de informação⁶⁹. Os dados padronizados para os grupos mencionados, expressos em milhões de dólares, encontram-se no Anexo A desta pesquisa. No Anexo B, apresenta-se a distribuição percentual de ativos e passivos de cada corporação, para o estudo de sua estrutura patrimonial.

Sempre quando possível e necessário, abrem-se as contas do consolidado entre o segmento automotivo e o segmento de serviços financeiros. O primeiro refere-se, sobretudo, às atividades produtivas do grupo, ou seja, aos registros de produção e venda de unidades de veículos ao redor do mundo. O segundo concerne às operações realizadas pelo braço financeiro da montadora, que compreendem, geralmente, serviços vinculados às vendas dos veículos, como financiamento, *leasing* e seguros, além de, em alguns casos, hipotecas imobiliárias e outros ativos.

Além dessa fonte sistematizada de informações, recorre-se a outros dados, a exemplo de produção, vendas, comércio, participação de mercado, gastos e parcerias para o desenvolvimento de tecnologias, que complementam e contextualizam a análise, inclusive permitindo captar alterações no cenário setorial das últimas décadas. Desse modo, este capítulo está dividido em três seções. Na primeira seção, analisam-se as mudanças ocorridas no padrão produtivo, a fim de visualizar movimentos que afetam a dinâmica do financiamento. A partir disso, caracteriza-se o financiamento da produção. Na segunda seção, abordam-se a presença da lógica financeira nas corporações e o financiamento do investimento. Procura-se delinear ainda as formas de financiamento da inovação. Deve-se ter em conta aspectos financeiros, de institucionalidade e de competitividade que permeiam toda a análise e que se refletem nas diferenças observadas entre as corporações. Na terceira seção, destaca-se o financiamento da comercialização, com a importância do crédito e dos bancos das montadoras, inclusive para a dinâmica da corporação.

2.1. As transformações no padrão produtivo e o financiamento da produção⁷⁰

A fim de compreender a estrutura de financiamento da indústria automobilística, sobretudo no que concerne ao investimento e à produção, é mister analisar algumas

⁶⁹ Para as empresas japonesas, dados relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano. Para as demais, anos fiscais findam em 31 de dezembro do respectivo ano.

⁷⁰ Diversos aspectos dos padrões produtivos apresentados nessa seção foram baseados em Borghi (2007).

transformações ocorridas no padrão produtivo do setor. Isto é, explicitar elementos do “fordismo” e do “toyotismo”, no sentido de captar movimentos como de formação de redes globais de produção e participação de fornecedores nas linhas de montagem⁷¹.

O modo de produção em massa, ou “fordismo”, foi implantado, pela primeira vez, nos Estados Unidos por Henry Ford na fabricação do Modelo T da Ford em 1908. A estrutura da divisão do trabalho baseava-se em hierarquia e especialização, sendo o trabalho desmembrado em uma sucessão de atividades complementares, realizadas repetidas e sucessivas vezes pelos operários ao longo de sua jornada. Isso caracterizava a linha de montagem em série, alicerçada na padronização e rigidez da produção (Womack *et al.*, 1992).

Tal padrão se difundiu após a Segunda Guerra Mundial, durante a denominada “era de ouro” do capitalismo, caracterizada por políticas nacionais de cunho keynesiano, quando da primeira onda de internacionalização das corporações americanas. Como forma de saltar as barreiras tarifárias existentes entre os países, elas estabeleceram filiais na Europa, disseminando o padrão de produção “fordista”. Em decorrência disso, as corporações europeias reagiram, adotando também uma política de expansão para novos mercados (Teixeira, 1983). A Tabela 1 mostra esse fenômeno. Até a década de 1950, a produção mundial de veículos era majoritariamente concentrada na América do Norte, sobretudo nos Estados Unidos, denotando o poderio das grandes empresas americanas. Com seu movimento de internacionalização, a participação da produção na Europa Ocidental aumentou, em especial, na década de 1960, até tornar-se no início da década seguinte a principal região produtora.

Naquele momento, a atuação das filiais, em relação à matriz, baseava-se em uma estratégia classificada como *stand alone*. Ou seja, suas estruturas produtivas eram semelhantes às da matriz, embora com menores escalas, e de outras filiais. Em geral, os vínculos matriz-filial limitavam-se à transferência de tecnologia e ao uso de marcas comerciais. Ocorria, ademais, segundo Porter (1986), uma concorrência multidoméstica, dada sob as circunstâncias dos mercados locais e de filiais enquanto réplicas das matrizes, uma vez que a concorrência em determinado espaço nacional era relativamente independente do que se passava em outros países e regiões.

⁷¹ A respeito dos diferentes modelos e trajetórias produtivos, incluindo aspectos tecnológicos e financeiros, dos diversos grupos automobilísticos, ver Freyssenet *et al.* (2000). Para uma abordagem mais recente, sobretudo da década de 2000, ver Freyssenet (2009).

Tabela 1 – Distribuição regional da produção de automóveis, diversos anos (%)

Ano	América do Norte	Europa Ocidental	Japão	Leste Europeu	Resto do Mundo	Total	Total (em mil unidades)
1929	89,5	10,3	-	0,2	-	100,0	5.354,7
1938	69,7	28,6	-	1,7	-	100,0	3.073,9
1950	85,1	13,6	0,0	1,2	0,1	100,0	8.167,8
1955	75,3	22,6	0,2	1,4	0,5	100,0	11.014,6
1960	53,9	39,4	1,3	2,1	3,3	100,0	12.985,2
1965	51,9	39,0	3,6	2,1	3,3	100,0	19.281,5
1970	32,9	45,6	14,0	3,1	4,4	100,0	22.755,5
1971	36,7	41,5	14,1	3,5	4,2	100,0	26.372,8
1972	36,3	40,6	14,6	4,2	4,3	100,0	27.482,4
1973	36,8	38,7	15,1	4,7	4,7	100,0	29.609,0
1974	33,2	38,9	15,4	6,4	6,1	100,0	25.551,5
1975	31,1	37,4	18,3	7,1	6,1	100,0	24.956,7
1976	33,3	37,3	17,4	6,5	5,6	100,0	28.915,1
1977	33,9	36,7	17,8	6,4	5,2	100,0	30.577,6
1978	33,0	36,3	18,4	6,6	5,7	100,0	31.225,8
1979	30,4	36,6	19,9	6,7	6,4	100,0	31.012,8
1980	25,2	36,2	24,6	7,4	6,6	100,0	28.639,2
1981	25,8	35,9	25,5	7,3	5,5	100,0	27.352,7
1982	22,0	38,6	25,9	7,4	6,1	100,0	26.605,4

Fonte: elaboração própria com base nos dados de Altshuler *et al.* (1986, p.19-20).

Nota: A Tabela inclui a produção de automóveis em países com, ao menos, 75% de valor adicionado. Em decorrência disso, alguns países, como México, África do Sul e Nigéria, não foram incluídos. Os países compreendidos nas regiões da Tabela são: América do Norte: EUA e Canadá.

Europa Ocidental: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Holanda, Itália, Reino Unido e Suécia.

Leste Europeu: Alemanha Oriental, Polônia, Romênia, ex-Tchecoslováquia e ex-U.R.S.S.

Resto do Mundo: Argentina, Austrália, Brasil, Coreia do Sul, Índia, ex-Iugoslávia e Turquia.

- = menos de 500 unidades.

A partir dos anos 1970, diante do acirramento da concorrência entre os oligopólios mundiais em condições de maior instabilidade econômica, com o fim do regime de Bretton Woods e os choques do petróleo, além de modificações na esfera financeira, as grandes empresas enfrentaram um processo de reestruturação, buscando assegurar vantagens competitivas. O “toyotismo”, ou produção enxuta, modo de gerir a produção, as relações de trabalho e os estoques, desenvolvido pelas empresas japonesas, buscava possibilitar um atendimento flexível da demanda, incorporando suas súbitas variações, em substituição ao modelo de produção rígida, e proporcionar ganhos de competitividade, inclusive mediante redução de custos, maior preocupação com a qualidade⁷² e menor verticalização das empresas. Isso era condizente com a

⁷² Apesar de problemas recentes generalizados de *recall* por parte das montadoras (com destaque da própria Toyota), o que tende a afetar ou até comprometer a imagem de marcas consolidadas, ainda que em muitos casos a medida tenha um caráter preventivo, sempre se constituiu um princípio básico adotado pelas empresas japonesas o controle de qualidade de seus produtos. Conforme Womack *et al.* (1992, p.26), “somente 50 anos depois [do estabelecimento da produção em massa por Ford], tornou-se possível

concomitante formação de redes globais ou regionais de produção, visando usufruir das vantagens oferecidas pelas distintas economias. No período, a produção de veículos no Japão cresceu significativamente, alcançando no início da década de 1980 participação semelhante à verificada na América do Norte (Tabela 1).

O “toyotismo”⁷³ apresenta como principais características a flexibilização da produção, a subcontratação (*outsourcing*) e a terceirização, as quais estão diretamente relacionadas à constituição de redes de produção (*networks*). De acordo com a Cepal (2004, p.107), a flexibilidade da produção, distintamente do verificado no “fordismo”, possibilitava não apenas a realização de diversas atividades por cada trabalhador, mas também o ajuste mais rápido da produção às variações de demanda. Havia, ainda, preocupação quanto à prevenção de defeitos, a fim de evitar custos desnecessários, reduzir o desperdício e aumentar a qualidade dos produtos. Conectado a essas duas características, procurava-se estabelecer relações de longo prazo entre produtores, fornecedores e distribuidores, como forma de diminuir custos de transação de curto prazo. Isso impulsionava o *outsourcing* e a terceirização, em oposição ao modelo de integração vertical, característico das grandes empresas americanas das décadas anteriores. Esse processo significava uma subdivisão da produção, com maior participação dos fornecedores de partes, peças e componentes, responsáveis por determinadas etapas, na linha de montagem, dinamizando o processo produtivo e inovativo.

Isso era compatível com a descentralização das atividades produtivas das grandes empresas ao redor do globo, ocasionando alterações nas relações entre matriz e filiais. “Com a formação de um sistema de produção na forma de redes que abarca além da matriz, as filiais com plantas produtivas ou representações comerciais espalhadas em vários países, passou a existir um maior grau de articulação e de integração dentro da corporação, intensificando os fluxos produtivos, financeiros e tecnológicos” (Sarti, 2002, p.28). Observou-se a passagem de uma estratégia *stand alone* para um padrão mais integrado dentro da corporação, com maior

fábricas organizadas dentro dos princípios da produção enxuta produzirem com qualidade próxima da perfeição, sem precisarem de exaustivas inspeções ao final da linha, ou grande volume de retrabalho”.

⁷³ Cabe observar que esse modo de produção, adotado posteriormente por diversas empresas, teve origem a partir do Sistema de Produção da Toyota (*Toyota Production System*, TPS). Esse sistema está apoiado em dois pilares, a saber, o *just-in-time* e o *jidoka*. O primeiro consiste no modo de gerir a produção, mantendo pequenos estoques e realizando-a sempre na medida do necessário, isto é, de acordo com a demanda e evitando desperdícios. O segundo refere-se à preocupação com a qualidade, de modo a interromper a produção quando defeitos ou problemas são detectados e evitar, assim, retrabalho e produção de bens de baixa qualidade. Para mais detalhes sobre o TPS, ver Ohno (1978), Schonberger (1992), Shimizu (1999) e Shingo (1989).

subordinação das filiais às matrizes no concernente às decisões estratégicas⁷⁴. Tal alteração condizia com a mudança, nos termos de Porter (1986), de uma concorrência multidoméstica para global, no sentido de que a posição competitiva da empresa em um país era largamente afetada por sua posição em outras localidades e vice-versa. Logo, as filiais passaram a cumprir um papel mais importante na estratégia competitiva, crescentemente coordenada e internacionalmente irradiada, da corporação (Borghini e Cintra, 2009).

Com a disseminação do “toyotismo” na década de 1980 e a descentralização produtiva ao redor do mundo, transitou-se “from an export-led industry where firms from different countries competed mainly through markets, to a network-led industry with each major firm producing within each major market” (Sturgeon e Florida, 2000, p.92). Iniciava-se uma nova era na indústria automobilística, marcada por uma competição mais acirrada e em âmbito global.

“Within the context of the Japanese automakers’ plan for establishing a global network, Western automakers plan to strengthen their global networking strategy to greater localize their production and marketing and to organize as a worldwide network for auto exports. [...] Among all strategies, the most ambitious way may be the new ‘World Car Concept’, which combines global-wide automobile product development with global sourcing” (Shimokawa, 1996, p.3).

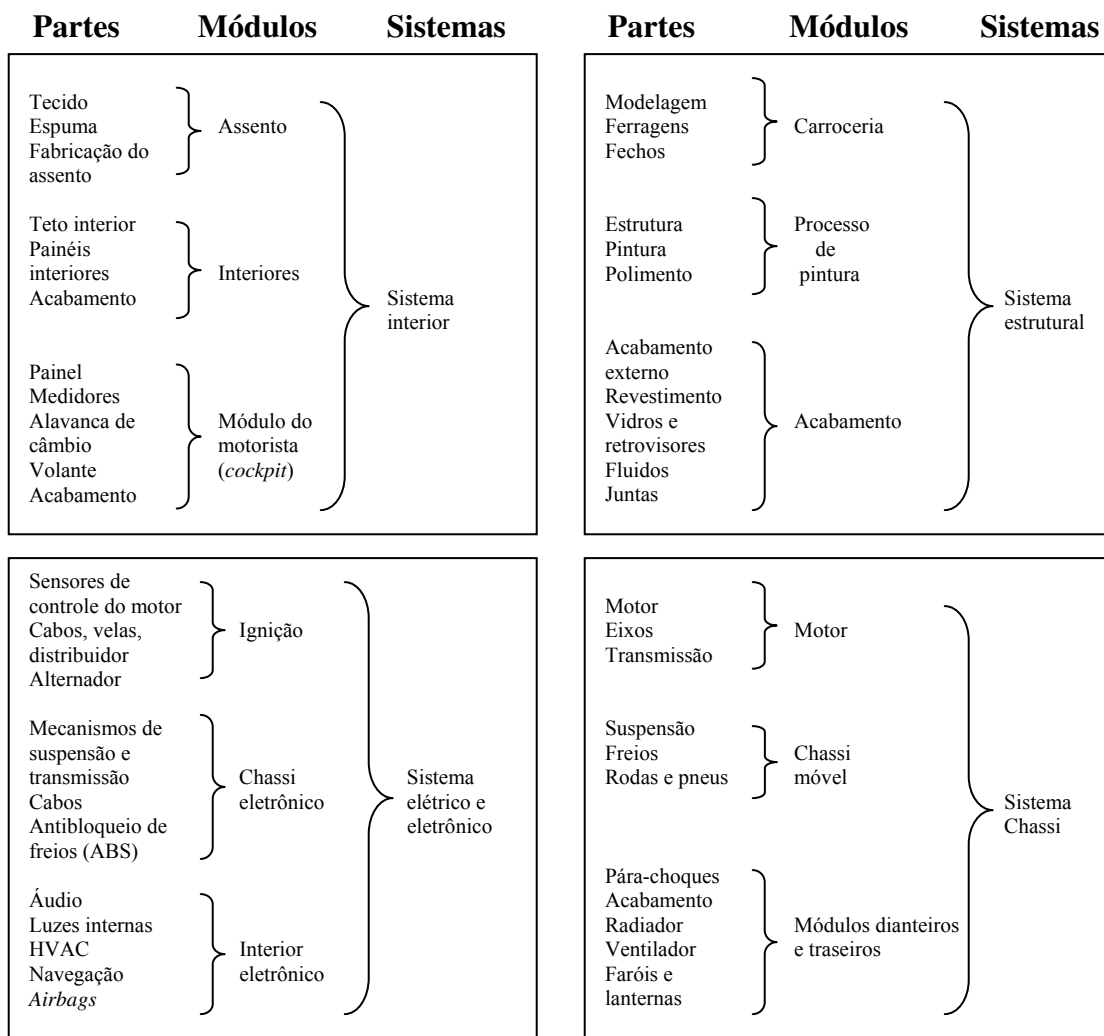
Com a possibilidade de uma produção fragmentada internacionalmente, aproveitando-se de vantagens locais dos países receptores dos investimentos, como acesso a mão de obra mais barata e matérias-primas, fortaleceu-se o conceito de “carro mundial”. Ou seja, um veículo montado em determinada localidade e composto de inúmeras peças, partes e componentes produzidos nas mais distintas regiões. Frente ao avanço japonês, inclusive nos Estados Unidos, no bojo de um forte processo de internacionalização produtiva em busca de mercados, as montadoras americanas e europeias direcionaram suas estratégias para a “modularização” da produção⁷⁵, representada na Figura 1. Isso significava reduzir o grau de verticalização dessas corporações, por meio de maior especialização e uso de *outsourcing*. “GM y Ford, productores que se han caracterizado por una marcada integración vertical, han elevado notablemente el uso de la subcontratación para reducir costos, incrementado la utilización de

⁷⁴ Em Unctad (1993), caracterizam-se dois tipos de integração: a simples e a complexa. Na primeira, o centro decisório das principais atividades da empresa permanece na matriz, sendo que os fluxos contemplados pela integração matriz-filial se restringem basicamente aos fluxos produtivos e comerciais. Na segunda, há uma maior relação intracorporação, entre a matriz e suas filiais e entre as próprias filiais, as quais assumem maior relevância nos fluxos financeiros e tecnológicos. Essas modalidades de integração estão vinculadas às distintas funções exercidas pelas filiais na cadeia de valor fragmentada.

⁷⁵ Sobre vantagens desse padrão, ver McAlinden *et al.* (1999).

provedores externos y transformado sus subsidiarias internas en empresas independientes (Delphi y Visteon, respectivamente)” (Cepal, 2004, p.112).

Figura 1 – Partes, módulos e sistemas



Fonte: elaboração própria com base em Cepal (2004, p.111) e Sturgeon e Lester (2003, p.22).

Nota: HVAC = *Heating, ventilation e air conditioning.*

Essa tendência intensificou-se, principalmente, ao longo da década de 1990, já sob a existência de uma rede global de fornecedores. Com a maior participação de fornecedores e sistemistas diretamente na produção, promoveu-se uma maior integração entre toda a cadeia produtiva em âmbito internacional, o que foi ainda motivado pelo estabelecimento de mais alianças estratégicas entre as montadoras, sobretudo no desenvolvimento de produtos, componentes e novas tecnologias (Freyssenet e Lung, 1999, p.10). A fim de reduzir custos e incrementar a competitividade, elas também passaram, em meio a esse processo, a adotar a

denominada *platform strategy* ou *commonalization*, isto é, a utilização, sempre que possível, de componentes e plataformas comuns à produção de diferentes veículos. Conforme afirma Sarti (2002, p.9), “a difusão dos novos processos produtivos e a relativa padronização dos fornecedores, ou seja, um mesmo grupo de sistematistas fornecendo para diferentes empresas, têm tornado as técnicas de produção e os componentes utilizados cada vez mais semelhantes”.

A modificação descrita no padrão produtivo possibilitou a formação de redes globais de produção, isto é, a expansão internacional da produção, muito mais fragmentada do que anteriormente. Isso significou, no cenário de globalização produtiva e menores restrições à mobilidade dos fluxos de capitais e de bens, uma forte realização de investimentos no exterior em diversas regiões e sob diversas motivações. Na década de 1980, por exemplo, houve forte entrada de montadoras japonesas em território americano com implantação de fábricas⁷⁶, em uma estratégia *market seeking*, de acordo com classificação de Dunning (1994)⁷⁷. Em especial a partir da década seguinte, acentuaram-se os investimentos no Sudeste Asiático, direcionados aos *Newly Industrialized Countries* (NICs) de segunda geração (Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas), com uma motivação *resource seeking*. Essa região tornou-se importante na fabricação de produtos automotivos, mais do que na montagem final do veículo. Uma vez lá estabelecidos, os novos investimentos dos fornecedores também seguiram uma orientação *efficiency seeking*. No caso das montadoras, essa estratégia foi verificada nos anos 1990 entre Brasil – visto desde a entrada das primeiras montadoras estrangeiras no país na década de 1950 com o Plano de Metas como um potencial mercado consumidor⁷⁸ – e Argentina, haja vista a proximidade e a complementaridade desses mercados, aproveitando-se de economias de escala e de escopo⁷⁹. Também naquela década e, sobretudo, nos anos 2000 foi maciça a entrada de Investimentos Diretos Externos (IDE) na China, em uma combinação de estratégias *resource* e *market seeking*. Em um movimento recente, houve também um direcionamento de investimentos, principalmente

⁷⁶ Resultado também de outras ações, como as restrições voluntárias americanas às exportações japonesas (Hollanda Filho, 1998).

⁷⁷ O autor classifica o IDE em quatro tipos, de acordo com a motivação das empresas em direção à internacionalização: *resource seeking*, *market seeking*, *efficiency seeking* e *strategic asset seeking*. O primeiro tipo está orientado para a exploração de recursos naturais ou mão de obra barata. A segunda modalidade está voltada à exploração do mercado doméstico do país receptor. A terceira estratégia se dirige à racionalização da produção para explorar economias de escala e de escopo. O último tipo objetiva alcançar ativos estratégicos, ou seja, proporcionar à firma investidora recursos e capacidades que mantenham ou acrescentem sua competitividade nuclear em mercados regionais ou globais. O processo de fusões e aquisições constitui uma forma típica de realização dessa estratégia.

⁷⁸ Entrada do capital estrangeiro motivada não apenas em razão de circunstâncias internacionais, mas também da política doméstica. Por meio da Instrução 113 da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), de 1955, autorizava-se a importação de bens de capital sem cobertura cambial (Villela, 2005).

⁷⁹ Conforme notado em diversos casos, há uma forte regulamentação estatal do setor e regras institucionais que condicionam as estratégias das empresas. Para detalhes do caso brasileiro e argentino, inclusive com o estabelecimento dos regimes automotivos de cada país e comum, ver Sarti (2001) e Baer e Cintra (2004).

de montadoras europeias, para o Leste Europeu, aumentando, conseqüentemente, a produção na região.

Esses movimentos podem ser vistos na atual configuração da distribuição mundial da produção, apresentada na Tabela 2. Percebe-se como a produção, que em 2007 ultrapassou 73 milhões de unidades e que sob efeitos da crise reduziu-se em mais de 10 milhões em 2009, era concentrada, visto que os vinte países listados respondiam por mais de 90% do total de veículos fabricados globalmente. Ao longo dos anos 2000, a Ásia tornou-se a principal região produtora, ultrapassando a Europa, cuja trajetória, assim como da América do Norte, mostrou-se declinante. Em 2009, mais da metade da produção mundial de veículos foi realizada na Ásia-Oceania. Apenas China e Japão, os dois principais países produtores em 2009, foram responsáveis por mais de um terço da produção total. Indubitavelmente, o fenômeno de maior destaque foi o crescimento da participação chinesa, que em apenas dez anos saltou de 3,5% para 22,3% da produção mundial.

Tabela 2 – Produção mundial de veículos, por países e regiões, 2000-2009 (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Europa</i>	34,8	35,7	33,8	33,0	32,5	31,3	30,9	31,2	30,9	27,6
- UE-15	29,4	30,6	28,8	27,7	26,3	24,7	23,5	22,8	21,5	19,8
Bélgica	1,8	2,1	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
França	5,7	6,4	6,3	6,0	5,7	5,3	4,6	4,1	3,6	3,3
Alemanha	9,5	10,1	9,3	9,1	8,7	8,7	8,4	8,5	8,6	8,4
Itália	3,0	2,8	2,4	2,2	1,8	1,6	1,7	1,8	1,5	1,4
Espanha	5,2	5,1	4,9	5,0	4,7	4,1	4,0	4,0	3,6	3,5
Reino Unido	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,7	2,4	2,4	2,3	1,8
- Outros da Europa*	5,4	5,1	5,0	5,3	6,2	6,6	7,4	8,4	9,4	7,7
Rep. Tcheca	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,9	1,2	1,3	1,3	1,6
Polônia	1,0	0,7	0,5	0,5	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4
Rússia	2,1	2,2	2,1	2,1	2,2	2,0	2,2	2,3	2,5	1,2
Turquia	0,7	0,5	0,6	0,9	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,4
<i>América do Norte</i>	30,4	28,1	28,4	26,7	25,3	24,6	22,9	21,1	18,4	14,2
Canadá	5,1	4,5	4,5	4,2	4,2	4,0	3,7	3,5	2,9	2,4
México	3,3	3,3	3,1	2,6	2,4	2,5	3,0	2,9	3,1	2,5
EUA	22,0	20,3	20,9	19,9	18,7	18,0	16,3	14,7	12,3	9,3
<i>América do Sul</i>	3,6	3,7	3,4	3,4	4,0	4,5	4,6	5,0	5,6	6,1
Argentina	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8
Brasil	2,9	3,2	3,0	3,0	3,4	3,8	3,8	4,1	4,6	5,2
<i>Ásia-Oceania</i>	30,8	31,8	33,9	36,2	37,5	38,8	40,7	41,9	44,3	51,5
China	3,5	4,1	5,5	7,3	7,9	8,6	10,4	12,1	13,3	22,3
Índia	1,4	1,5	1,5	1,9	2,4	2,4	2,9	3,2	3,3	4,3
Japão	17,4	17,4	17,4	17,0	16,4	16,2	16,6	15,9	16,4	12,9
Coreia do Sul	5,3	5,2	5,3	5,2	5,4	5,6	5,5	5,6	5,4	5,7
Tailândia	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7	1,7	1,8	2,0	1,6
<i>África</i>	0,5	0,7	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7
Total (em unidades)	58.295.557	56.325.267	58.840.299	60.618.600	64.165.255	66.465.408	69.257.914	73.152.696	70.526.531	61.714.689
% produzida pelos países listados	94,9	94,5	94,3	93,7	92,9	92,4	92,8	92,4	91,6	91,8

Fonte: elaboração própria com base em dados da *International Organization of Motor Vehicle Manufacturers* (Oica), disponíveis em: <http://www.oica.net/>.

* Inclui tanto novos membros da União Europeia, conformando o grupo dos 27 países, como outros países do continente não pertencentes à UE.

Nota: países não listados, com continuidade da produção nos anos considerados, incluem Áustria, Finlândia, Holanda, Portugal, Suécia, Hungria, Romênia, Eslováquia, Eslovênia, Sérvia, Bielorrússia, Ucrânia, Uzbequistão, Chile, Colômbia, Equador, Venezuela, Austrália, Indonésia, Irã, Malásia, Paquistão, Filipinas, Taiwan, Vietnã, Egito, Marrocos, Nigéria, África do Sul e Zimbábue.

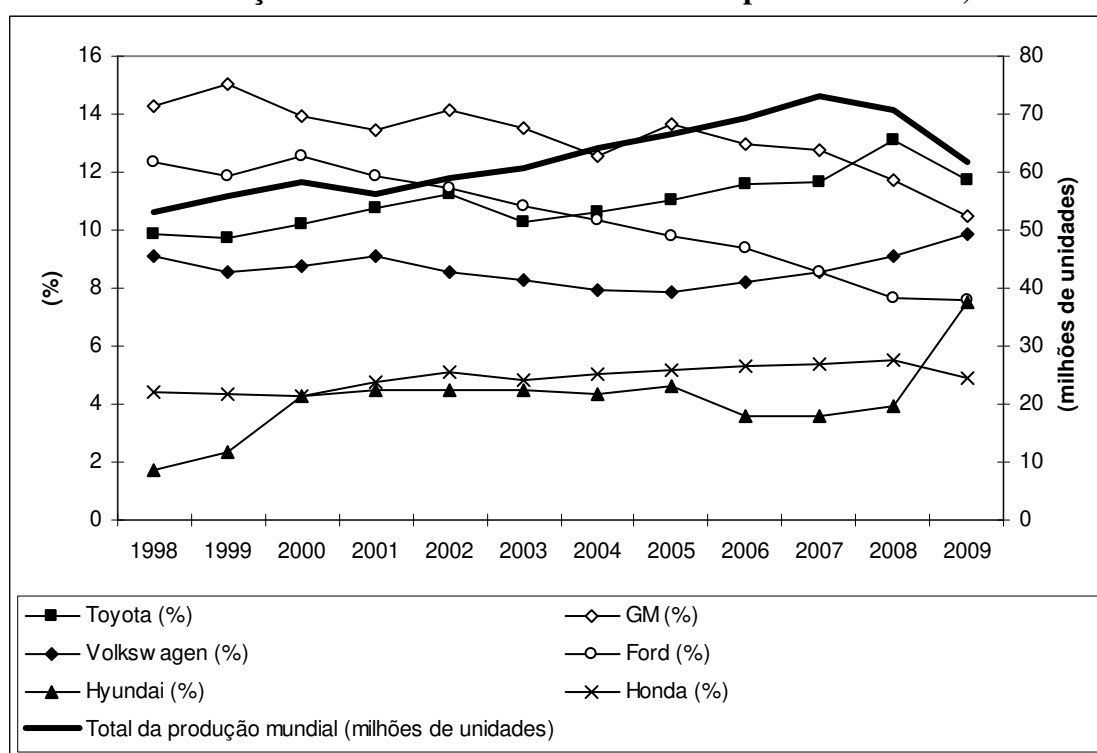
Outros mercados emergentes, como Brasil e Índia, também expandiram sua participação na produção mundial. Cabe notar que a América do Sul, representada majoritariamente por Brasil e Argentina, cresceu relativamente às demais regiões. A América do Norte, em contrapartida, sofreu forte retração, com as participações de Estados Unidos, outrora o principal país produtor, e Canadá reduzindo-se a menos da metade do início do período. Na Europa, apesar da redução de participação relativa na produção mundial, puderam-se verificar duas trajetórias distintas: a primeira concernente à diminuição da proporção de veículos fabricados no grupo de quinze países da União Europeia (UE) que, dado seu peso significativo na produção do continente, contribuiu para o declínio da participação europeia; a segunda referente a um crescimento mais do que proporcional no montante de veículos produzidos no Leste Europeu, com destaque para República Tcheca e Polônia, pertencentes ao grupo de 27 países da UE.

Além da distribuição de acordo com países e regiões, pode-se avaliar a quantidade de veículos mundialmente produzida por meio da participação relativa das principais montadoras no montante total (Gráfico 1). As seis companhias listadas responderam por mais da metade da produção global, sinalizando uma concentração não apenas de mercados, mas também de empresas. A Toyota tornou-se a maior produtora mundial de veículos em 2008, suplantando a General Motors, cuja participação na produção total declinou nos últimos anos. Observou-se movimento semelhante pela Ford. Em 2009, as participações dessas montadoras americanas figuraram em torno de 10% e 7,5%, respectivamente, semelhantes às de Volkswagen e Hyundai, cujas trajetórias foram ascendentes. Apesar de um leve crescimento, a Honda foi a montadora que apresentou maior estabilidade na participação relativa. De modo geral, esses resultados apontavam para um ganho relativo de participação na produção mundial pelas empresas asiáticas e uma perda significativa pelas empresas americanas.

Complementarmente à expansão dos investimentos no exterior e da produção global de veículos, incrementou-se o comércio internacional de produtos automotivos. Segundo Sarti (2002, p.21), o intenso grau de comércio do setor decorreu “de a produção ser muito mais concentrada espacialmente que a demanda tanto para bens finais (autoveículos) quanto bens intermediários (componentes e matérias-primas), e também pelas estratégias corporativas de especialização e de complementaridade”. A Tabela 3 denota a importância da cadeia automobilística, cujos fluxos de comércio já foram superiores a US\$ 1 trilhão, reduzindo-se

fortemente em 2009 em decorrência da crise internacional, e cuja participação tanto no comércio mundial como de manufaturas também foi expressiva (superior a 7% e a 10%, respectivamente, nos últimos anos). Evidenciam-se, ainda, as taxas de crescimento anual do comércio de produtos automotivos no período recente, as quais foram especialmente altas entre meados dos anos 1980 e 1990, não apenas quando do fortalecimento do processo de abertura comercial das economias, mas em um momento em que se verificava a formação e a consolidação das redes produtivas. Deve-se enfatizar, ademais, o crescimento durante a década de 2000 que, embora de 4% na média anual entre 2000 e 2009, foi bastante significativo em momentos de ampla liquidez internacional, como em 2007, antes de acometido pela recente crise.

Gráfico 1 – Produção mundial de veículos distribuída por montadoras, 1998-2009



Fonte: elaboração própria com base em dados da Oica (<http://www.oica.net/>).

Tabela 3 – Comércio mundial do setor automotivo

Valor (em US\$ bilhões)		Taxa de crescimento anual (em %)							
2008	2009	1980-85	1985-90	1990-95	1995-00	2000-09	2007	2008	2009
1.234	847	5	14	8	5	4	17	4	-32
Participação no comércio mundial							7,8	7,0	
Participação no comércio mundial de manufaturas							11,8	10,1	

Fonte: elaboração própria com base em *International Trade Statistics* 2009 e 2010, da Organização Mundial do Comércio (OMC), disponíveis em: http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/statis_e.htm (acesso em: 12/11/2010).

O processo de constituição de redes de produção, que impactou a configuração da divisão internacional do trabalho na indústria, e o estabelecimento de acordos comerciais modificaram a estrutura dos fluxos de comércio. Pode-se observar, pela Tabela 4, um arranjo marcado por fortes relações intrarregionais. As exportações de produtos automotivos dentro do bloco europeu responderam por mais de 40% do total mundial em 2000 e 2009. Outra parcela importante foi representada pelo comércio na América do Norte, dado no âmbito do *North American Free Trade Agreement* (Nafta), seguido pelos crescentes fluxos – vide taxas de crescimento – de comércio realizados na Ásia, com papel relevante do Japão e da China, os principais produtores de veículos.

Tabela 4 – Principais fluxos regionais de exportação de produtos automotivos

	Valor em 2009 (em US\$ bilhões)	Participação nas exportações mundiais (em %)		Taxa de crescimento anual (em %)		
		2000	2009	2000-09	2008	2009
Intra-Europa	369	40,2	43,6	5	0	-29
Intra-América do Norte	108	24,3	12,8	-3	-11	-29
Intra-Ásia	59	3,8	7,0	12	18	-14
Ásia para América do Norte	55	9,8	6,5	0	-6	-34
Europa para América do Norte	32	5,2	3,7	1	-7	-37
Ásia para Europa	29	3,7	3,4	4	-3	-38
Europa para Ásia	29	2,2	3,4	10	11	-16
Subtotal	681	89,2	80,4			

Fonte: elaboração própria com base em *International Trade Statistics* 2010, da Organização Mundial do Comércio, disponíveis em: http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/statis_e.htm (acesso em: 12/11/2010).

Também foram importantes os fluxos entre determinadas regiões, como da Europa para América do Norte e Ásia e, em especial, da Ásia para outras localidades, à medida que montadoras e fornecedores instalaram-se em países do Sudeste Asiático e na China. Como parte da montagem final se encontrava em países desenvolvidos, como Japão, países da União Europeia e Estados Unidos, embora em menor proporção do que já fora, fluxos no interior do bloco asiático e direcionados à Europa e América do Norte tenderam a ser representativos. Conforme visto, a fragmentação das atividades produtivas refletia sobre os padrões regionais de comércio, mas também sobre os fluxos internos à corporação. Neste caso, intensificando o comércio intrafirma. Dado que as filiais estavam mais integradas entre si e com suas matrizes, em uma estrutura menos verticalizada, observava-se uma intensificação das relações comerciais de peças, partes, componentes e bens finais internas à rede de dimensão global da corporação.

Com a maior participação dos fornecedores e sistemistas na linha de montagem, tinha-se um impacto no financiamento da produção, dadas as relações estabelecidas entre montadoras e fornecedores. Muitas vezes, esses vínculos se fortaleciam de modo que as parcerias entre determinadas companhias se tornassem recorrentes, isto é, algumas montadoras fossem atendidas frequentemente pelos mesmos fornecedores, geralmente empresas também de grande porte, o que favorecia uma relação mais estreita de longo prazo entre eles. As montadoras poderiam ainda, sobretudo utilizando-se de seu maior poder de barganha em relação a fornecedores menores, condicionar o pagamento das empresas subcontratadas à venda do veículo acabado, dada a própria flexibilidade, em algum grau, do processo produtivo à demanda.

Como aproximação do que seria o financiamento da produção corrente de uma corporação do setor automobilístico, tomou-se a composição de seu passivo circulante, correspondente às dívidas vincendas em determinado ano⁸⁰. Obviamente, recursos próprios das empresas foram empregados nas atividades de produção, porém não eram passíveis de mensuração. Observa-se, pelos gráficos da Figura 2, a distribuição dos recursos externos, dentre os quais as parcelas devidas aos fornecedores foram geralmente elevadas, notoriamente na Daimler (no período da fusão DaimlerChrysler, desfeita em 2007⁸¹), na Fiat, na GM (após a venda da *General Motors Acceptance Corporation* – GMAC – em 30 de novembro de 2006), na Honda, na Hyundai e na Toyota. Outra forma importante de captação de recursos como crédito de circulação correspondeu aos *commercial papers* ou demais notas e títulos de dívida de curto prazo. Tal como os empréstimos de curto prazo, isso variou de acordo com a empresa e a institucionalidade à qual estava submetida, em seu local de origem e mercados de atuação.

Antes de expor a composição do passivo circulante por corporação, cabe destacar que, para as companhias que distinguiam o passivo do setor automotivo e do setor de serviços financeiros, as dívidas com fornecedores foram, em quase sua totalidade, provenientes da atividade produtiva, enquanto as demais opções de financiamento não necessariamente se restringiram a essas operações⁸². Isso significava, por um lado, que a importância dos

⁸⁰ Não foram apresentadas todas as contas do passivo circulante, o que pode ser visto nos Anexos A e B, mas as principais para a maioria das corporações ao longo do tempo. As categorias mostradas representavam, em geral, mais da metade das dívidas de curto prazo das corporações e, por diversas vezes, superavam 70% desse montante.

⁸¹ A fusão, uma das maiores do setor, terminou com a venda, em 2007, da Chrysler por US\$ 7,4 bilhões para a *Cerberus Capital Management*, que adquiriu 80,1% de sua participação acionária e suas operações de serviços financeiros. Com isso, a Daimler desvinculou-se dos compromissos financeiros com aposentadorias (US\$ 19 bilhões), um dos desafios enfrentados pelas montadoras americanas (*Valor Econômico*, 2007). Sobre os problemas da controversa fusão, ver Köhler (2009).

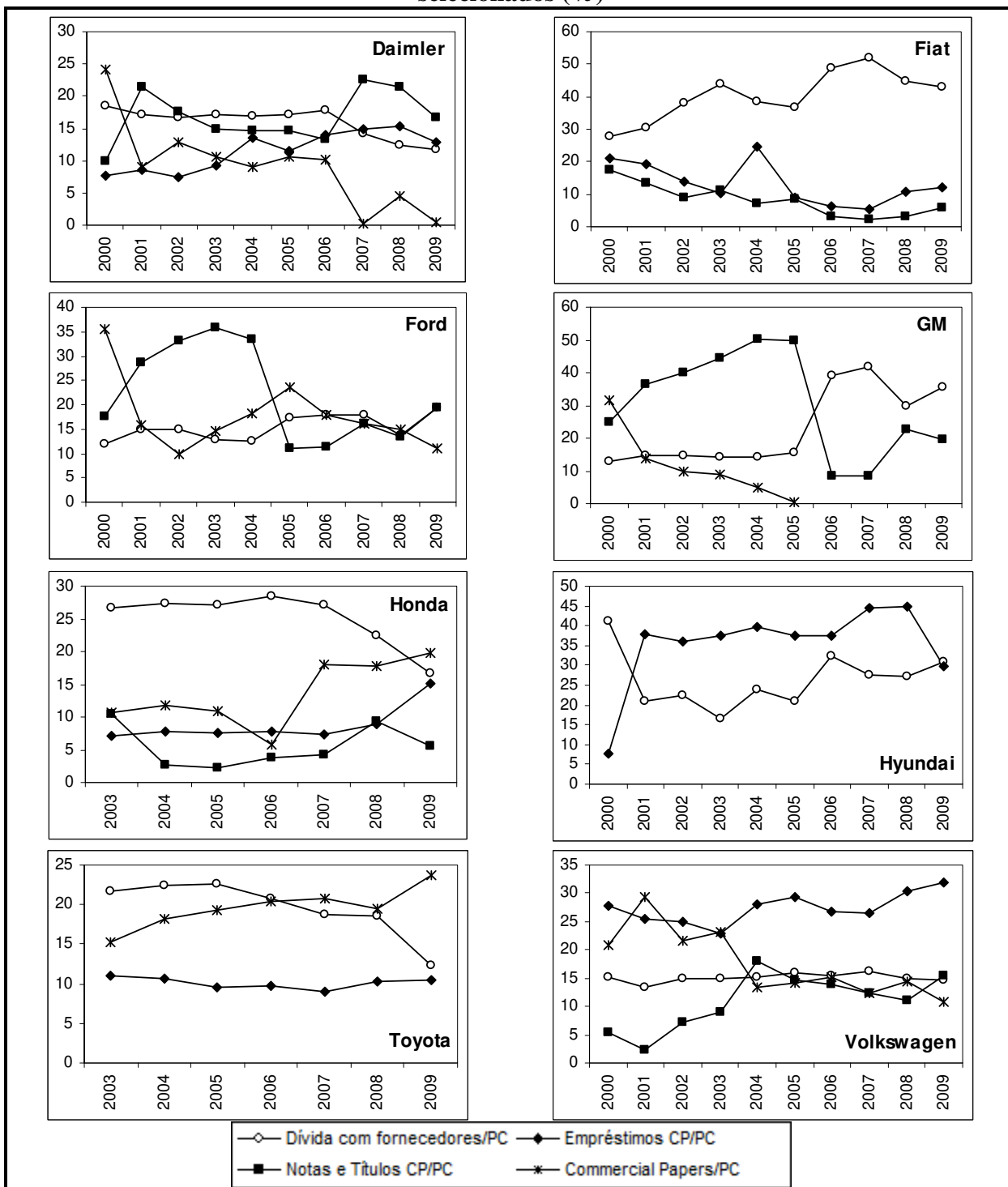
⁸² Para Ford, GM e Toyota, por exemplo, a tomada de empréstimos e a emissão de notas e títulos de curto prazo foram majoritariamente realizadas pelo segmento financeiro, ainda que tivesse se reduzido no período mais recente, isto é, a parcela

fornecedores na produção em relação às outras fontes poderia ser ainda maior do que o constatado e, por outro, que as formas de captação financeiras (títulos, *commercial papers* etc.) impulsionavam, sobretudo, as atividades financeiras da corporação, ao invés da produção, isto é, representavam um canal de financiamento dos bancos das montadoras para comercializarem, por exemplo, veículos, embora fosse preponderante para isso a captação de longo prazo. Notas e títulos de curto prazo (incluindo *commercial papers*) representaram, em média, para as corporações analisadas, cerca de um terço do total dessa modalidade de dívida.

Do passivo circulante na Daimler, destaque para as notas e títulos de curto prazo e para o crescimento dos empréstimos de curto prazo. Para a Fiat, importância da dívida com fornecedores. Para Ford e GM, parcela expressiva da dívida corrente representada por notas e títulos de curto prazo (que, no caso dessas companhias, também incluíam os empréstimos) na primeira metade da década de 2000. Na Ford, crescimento dos *commercial papers* entre 2002 e 2005 e, na GM, a partir de 2006, da participação relativa da dívida com fornecedores. Esta, inclusive, sempre foi expressiva na Honda, seguida pela emissão de *commercial papers* que se elevou nos últimos anos. Para a Toyota, este não era um padrão muito distinto, dado o *mix* entre as dívidas com fornecedores e os *commercial papers*. Os empréstimos de curto prazo, embora importantes, não constituíam a principal forma de endividamento no prazo inferior a um ano. Diferentemente das companhias japonesas, Hyundai e Volkswagen apresentavam elevada parcela de empréstimos de curto prazo. Enquanto na primeira também era expressiva a dívida com fornecedores, na segunda diversas fontes de financiamento se combinavam a partir de 2004 em torno de 15%.

referente ao setor automotivo tivesse crescido. Com a venda da GMAC, praticamente todas as dívidas de curto prazo registradas pela GM vinculavam-se ao segmento produtivo.

Figura 2 – Composição do passivo circulante: principais contas de grupos automobilísticos selecionados (%)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço das corporações, apresentados no Anexo A.

Notas: (1) para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler. (2) Fiat não apresenta discriminação para a rubrica de *commercial papers*. (3) para Ford e GM, empréstimos de curto prazo contabilizados na categoria “notas e títulos de curto prazo”. (4) descontinuidade da série de *commercial papers* da GM a partir de 2006, haja vista a venda de seu braço financeiro GMAC em 30/11/2006, responsável pela totalidade da emissão dessa dívida. (5) não constam “notas e títulos de curto prazo” e *commercial papers* para a Hyundai. (6) para a Toyota, não constam “notas e títulos de curto prazo” (que não os próprios *commercial papers*).

Constata-se, portanto, que a relação com os fornecedores foi importante na condução das atividades produtivas, inclusive pelo lado do financiamento, na medida em que foi geralmente elevada a parcela da dívida de curto prazo devida a esses parceiros que participavam ativamente na linha de montagem. Verifica-se, ainda, que em países nos quais as instituições bancárias foram historicamente relevantes no processo de desenvolvimento, como Alemanha e Coreia do Sul, a tomada de empréstimos de curto prazo pelas empresas tendeu a ser maior do que em companhias originárias de outras localidades⁸³. Por fim, a emissão de notas e títulos de curto prazo, com destaque aos *commercial papers*, também mostrou significância entre as diversas empresas, como americanas, japonesas e algumas europeias, refletindo mercados de capitais desenvolvidos nesses países, assim como acesso ampliado de estrangeiros. Por se tratarem de companhias geralmente bem avaliadas por agências de classificação de risco, conseguiam emitir títulos de dívida de curto prazo em condições mais favoráveis, com taxas de juros menores, do que se captassem via empréstimos bancários, e podiam destinar recursos à produção ou ao financiamento de suas atividades financeiras.

2.2. A dinâmica financeira da corporação e o financiamento do investimento

Esta seção discute a dinâmica financeira presente nas corporações do setor e o financiamento do investimento, incluindo das atividades inovadoras. Encontra-se dividida em três partes. Na primeira, caracteriza-se a lógica financeira, sob três perspectivas: a estrutura de ativos e de capital, a participação do segmento financeiro (resgatada na seção sobre comercialização) e o grau de exposição financeira dos grupos. Na segunda parte, considerando esses elementos, busca-se apontar as modalidades de financiamento do investimento em capital fixo. Na terceira parte, a abordagem centra-se na inovação, importante fator de competitividade da indústria.

2.2.1. A dinâmica financeira da corporação

A presença das finanças no funcionamento das corporações se manifesta de diversos modos. Procura-se retratá-la por meio da estrutura de ativos e de capital, do peso das atividades do segmento financeiro e do grau de exposição dos grupos. Para tanto, foram utilizados ao longo das subseções alguns indicadores, para a década de 2000, resumidos no Quadro 1. Foram

⁸³ No Japão, o sistema bancário também foi extremamente importante, porém Honda e Toyota caracterizaram-se durante sua formação mais como conglomerados (*keiretsu*) “verticais” ou “independentes” do que “horizontais”, os quais possuíam, em geral, uma estrutura mais diversificada, com atuação em diversos ramos produtivos, e gravitavam em torno de um banco (Torres Filho, 1991).

construídos a partir das demonstrações financeiras divulgadas anualmente pelas companhias e sistematizadas no Anexo A (contas do demonstrativo de resultados, balanço patrimonial e fluxos de caixa). São complementados pela distribuição percentual de ativos e passivos, por corporação, presente no Anexo B.

Quadro 1 – Resumo dos indicadores apresentados por subseção

2.2.1.1. Estrutura de ativos e de capital (indicadores de estrutura patrimonial: imobilização de capital e endividamento)

- Imobilização do capital próprio: relaciona o capital fixo (plantas, equipamentos etc.) com o patrimônio líquido (PL). Indica quanto dos recursos próprios está investido em ativos de maturação financeira prolongada;
- Alavancagem: relaciona o capital de terceiros (passivo total, $PT = \text{passivo circulante} + \text{exigível a longo prazo}$) com o capital próprio (PL), apontando para o grau de endividamento e exposição da corporação;
- Relação entre passivo circulante (PC) e patrimônio líquido (PL): relaciona a dívida de curto prazo (inferior a um ano) com o capital próprio. Junto com o indicador de alavancagem permite dimensionar o peso da dívida de longo prazo (superior a um ano) sobre o capital próprio, bem como a exposição da estrutura financeira;
- Relação entre o endividamento oneroso líquido (EOL) e o capital próprio: relaciona o conjunto de empréstimos e títulos de dívida (de curto e longo prazo) deduzidas as aplicações financeiras de curto prazo (disponibilidades e títulos de curto prazo) com o patrimônio líquido (PL), apontando para o grau de endividamento e exposição a recursos de terceiros de modo mais apurado, ao subtrair capital que pode prontamente ser convertido em caixa para honrar a dívida;
- Endividamento geral: relaciona o passivo total (PT) com o ativo total ($AT = \text{ativo circulante} + \text{ativo realizável a longo prazo} + \text{ativo permanente}$). Mostra a dependência de recursos de terceiros no financiamento dos ativos;
- Relação entre passivo circulante (PC) e ativo total (AT): relaciona os compromissos de curto prazo com o estoque de riqueza da corporação. Junto com o indicador de endividamento geral possibilita analisar a relação entre a dívida de longo prazo e o total de ativos;
- Composição do endividamento: verifica o peso do passivo circulante (PC) no passivo total (PT), isto é, se o vencimento da dívida se concentra dentro de um ano ou mais.

2.2.1.2. Participação do segmento financeiro (indicadores para retratar o peso desse segmento na estrutura e no desempenho da corporação)

- Composição percentual de ativos e receitas, entre segmentos produtivo e financeiro;
- Lucro líquido por segmento.

2.2.1.3. Exposição e fragilidade financeira (indicadores de liquidez/solvência, rotação dos recursos, rentabilidade e comprometimento das receitas, que complementam a análise da estrutura financeira)

- *Liquidez/solvência* (avaliação sob critério de “quanto maior, melhor”; indicadores refletem capacidade de solvência e possíveis descasamentos patrimoniais):

- Liquidez geral: relaciona o ativo total (AT) com o passivo total (PT);
- Liquidez corrente: relaciona o ativo circulante (AC) com o passivo circulante (PC);
- Liquidez imediata: relaciona as disponibilidades com o passivo circulante (PC). Podem-se somar às disponibilidades os títulos de curto prazo, a fim de obter os ativos mais líquidos da empresa para fazer face às dívidas vincendas em um ano.

- *Rotação dos recursos e rentabilidade* (indicadores refletem os resultados da empresa a partir da utilização de seus ativos, o que tende a impactar sua condição financeira e as possibilidades de captação futura de recursos):

- Giro do ativo: relaciona as receitas com o ativo total (AT), apontando para a eficiência na utilização dos recursos (i.e. o montante de receitas geradas a partir de todas as aplicações da empresa);
- Margem bruta: relaciona o lucro bruto (LB) com as receitas;
- Margem líquida: relaciona o lucro líquido (LL) com as receitas;
- Retorno sobre o ativo (ROA): relaciona o lucro líquido (LL) com o ativo total (AT);
- Retorno sobre o capital próprio (ROE): relaciona o lucro líquido (LL) com o patrimônio líquido (PL);
- Lucro por ação (LPA): relaciona o lucro líquido (LL) com o número de ações emitidas, constituindo uma preocupação direta dos acionistas.

- *Comprometimento das receitas*: participação dos juros líquidos (receitas menos despesas financeiras) e dos dividendos no total de receitas. Aponta para a exposição e fragilidade da empresa, a partir do comprometimento de seus fluxos de caixa com gastos de origem financeira.

Fonte: elaboração própria. Indicadores baseados em Braga (1989), Almeida *et al.* (2009), Moreira e Puga (2000), Cintra (1998b) e Crotty (2002).

2.2.1.1. Estrutura de ativos e de capital

A análise da estrutura de ativos e passivos dos grupos permite identificar suas principais aplicações e fontes de recursos. Também fornece elementos para compreender o grau de imobilização e exposição financeira das companhias, na medida em que possibilita a comparação entre curto e longo prazo e a dependência em relação a recursos externos à empresa.

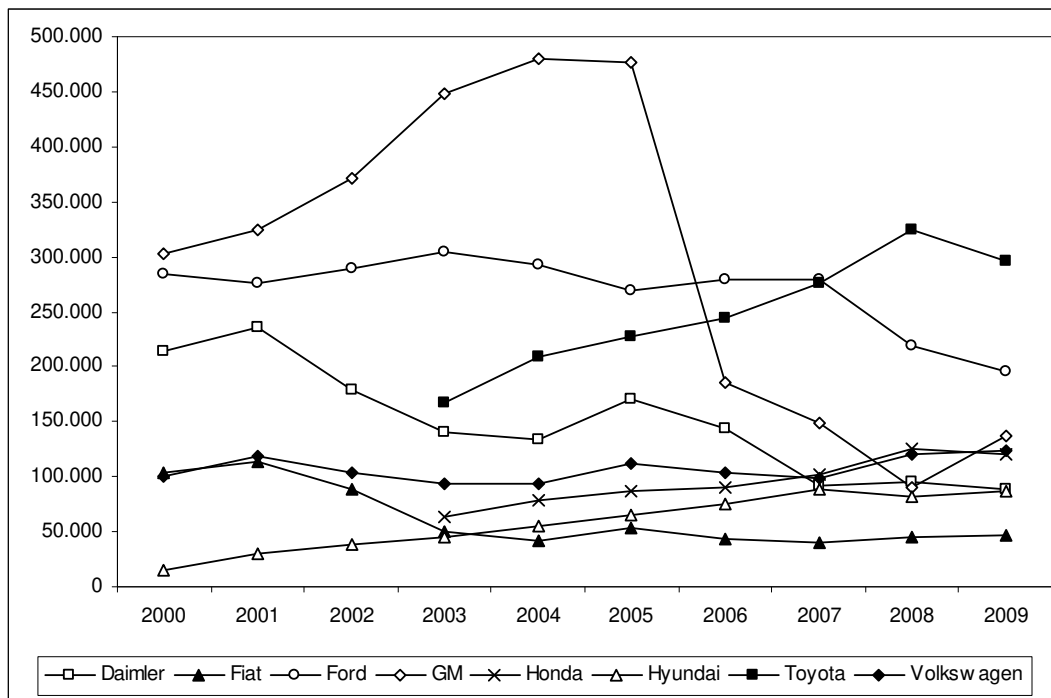
O Gráfico 2 mostra a evolução do tamanho das corporações, medido pelo volume de ativos, na década de 2000. Percebe-se, durante a primeira metade da década, o predomínio das denominadas *Big Three*, as três grandes companhias americanas do setor, a saber, General Motors, Ford e DaimlerChrysler. A GM, por exemplo, acumulou um estoque de ativos de quase US\$ 480 bilhões em 2004. A riqueza da Ford ultrapassou US\$ 300 bilhões em 2003.

No entanto, essas condições progressivamente se deterioraram, como expressão da perda de competitividade e crescente fragilização financeira desses grupos. A emergência de novos concorrentes, sobretudo, japoneses, catapultados pelo novo modelo de gestão produtiva – o “toyotismo” – nas décadas precedentes e pela preocupação constante com o desenvolvimento de tecnologias “mais limpas” (como formas alternativas de propulsão, de menor degradação ambiental) e de menor consumo de combustível, desafiou o padrão hegemônico presente no setor, dominado pelas montadoras americanas. À concorrência cada vez mais acirrada, inclusive no próprio território americano, de muitos rivais orientais, somaram-se suas dificuldades em lidar com elevados custos trabalhistas e de aposentadorias e pensões⁸⁴, ainda que suas dívidas com os funcionários aposentados representassem um canal de *funding* para as companhias. Junto com a maior debilidade da estrutura financeira, a ser vista nesta e nas subseções seguintes, tais fatores conduziram montadoras americanas, em especial, e europeias a um processo de reestruturação produtiva, buscando redução de custos, mediante demissão de funcionários, disputas com o sindicato dos metalúrgicos nos EUA (*United Auto Workers* – UAW), realocação da produção

⁸⁴ Em 2007, estimava-se que os custos totais do modelo de benefícios das *Big Three* americanas oscilassem entre US\$ 90 bilhões e US\$ 95 bilhões. Em setembro daquele ano, iniciou-se uma greve geral nas instalações da GM nos EUA, apenas contornada mediante um acordo com o sindicato da categoria (UAW), no qual se estabeleciam, como medidas, a transferência de parte dos passivos da montadora com o plano de saúde dos aposentados para um fundo independente e a criação de um programa de demissão voluntária, a fim de permitirem cortes de custos. Conforme apontam White e McCracken (2007), reconhecia-se que “os problemas de Detroit são derivados de uma reorganização permanente da indústria automobilística mundial diante da globalização”, ratificando “o que ficou cada vez mais claro nos últimos anos: que a Toyota Motor Corp., não a GM ou o UAW, é quem estabelece os parâmetros de custo trabalhista na indústria automobilística americana”, visto que a diferença de custo entre as operações sindicalizadas nos EUA e as fábricas sem sindicatos da Toyota e de outras montadoras asiáticas e europeias figurava entre US\$ 25 e US\$ 30 por hora.

ou mesmo encerramento de atividades em algumas fábricas⁸⁵. Dessa forma, configurava-se ao longo da década, antes mesmo da recente crise econômica internacional, uma situação de fragilidade das corporações americanas⁸⁶.

Gráfico 2 – Evolução dos ativos de grupos do setor automobilístico, 2000-2009 (US\$ milhões)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço das corporações, apresentados no Anexo A.

Notas: (1) para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler. Isso explica a redução dos ativos de 2006 para 2007. (2) venda da GMAC em 30/11/2006, provocando forte redução dos ativos da GM entre 2005 e 2006. (3) reestruturação da GM em 2009, apresentando naquele ano apenas os dados de balanço da companhia sucessora, de 10/07/2009 em diante.

Companhias asiáticas, como Honda, Hyundai e, especialmente, Toyota, registraram no período uma forte expansão de seus ativos. O estoque de ativos da Toyota se aproximou de US\$ 325 bilhões em 2008, consolidando-se como a maior montadora mundial. Dentre os grupos europeus, observou-se, por exemplo, um incremento dos ativos da Volkswagen e uma redução, nos primeiros anos da década, para a Fiat, que naquele momento, após a parceria firmada com a GM em 2000, enfrentava dificuldades, devido à perda de competitividade, declínio das vendas e elevado grau de endividamento⁸⁷.

⁸⁵ Sobre problemas trabalhistas e outros desafios das corporações americanas, consultar, por exemplo, Osang (2006a, 2006b e 2006c) e *The Economist* (2005a, 2005b, 2005c e 2006). Para algumas estratégias adotadas por GM, Ford, Chrysler, Volkswagen e Renault diante da ascensão das concorrentes asiáticas, ver Mackintosh (2006).

⁸⁶ A respeito dessa discussão, ver Borghi (2007) e Andrade (2009).

⁸⁷ Ver *The Economist* (2002), para os problemas enfrentados pela Fiat e a parceria com a GM na época, e *The Economist* (2005d), para a recuperação da companhia, que passou pelo fim do acordo em que a GM detinha 20% de participação acionária do grupo –

Ao longo da década, ocorreram importantes transformações patrimoniais, refletidas na evolução dos ativos e nos indicadores. Com a venda de seu braço financeiro no final de 2006, a GM reduziu seu ativo em aproximadamente US\$ 290 bilhões de 2005 para 2006. Em estratégias de *downsizing*, GM e Ford desfizeram-se de alguns ativos, mediante a venda de marcas pouco rentáveis pertencentes aos respectivos grupos, como parte de seus planos de reestruturação e forma de levantar recursos⁸⁸. Com o encerramento da fusão entre Daimler e Chrysler em 2007, também se verificou uma diminuição do volume de ativos do grupo Daimler.

A partir dos dados do Anexo B, pode-se visualizar a distribuição percentual desses ativos. O ativo circulante⁸⁹, composto majoritariamente de aplicações financeiras de curto prazo – títulos de curto prazo e disponibilidades –, recebíveis financeiros e estoques, tendeu a predominar nas companhias americanas (Ford, GM até 2005 e DaimlerChrysler) e parte das europeias (Fiat e alguns anos da Volkswagen). Nas asiáticas Honda, Toyota e, principalmente, Hyundai, os ativos de longo prazo (realizável a longo prazo e permanente) possuíam maior peso relativo, com destaque para o estoque investido em capital fixo (plantas produtivas, máquinas e equipamentos) e os recebíveis de longo prazo (que incluem empréstimos e *leasing*), importantes no caso das japonesas. No ativo de longo prazo das *Big Three* americanas, além do capital fixo, apresentavam peso relevante os equipamentos sob *leasing*, correspondentes, principalmente, ao valor residual de veículos financiados nessa modalidade por seus braços financeiros.

Mesmo com a importância do capital fixo na corporação, Honda e Toyota apresentaram um baixo grau de imobilização do capital (o volume de capital próprio investido em ativos de maturação mais longa – K fixo/PL) em comparação com as demais empresas. Nessa trajetória, estavam também Volkswagen e Daimler, após o fim da união com a Chrysler. Hyundai e Fiat possuíam um patamar mais elevado de imobilização de seu capital, dado que praticamente um montante equivalente ao seu patrimônio líquido estava empregado em capital fixo. Em condições bastante distintas e peculiares, encontravam-se GM e Ford, com um alto índice de

em 2000, a GM investiu US\$ 2,4 bilhões e, em 2005, precisou desembolsar US\$ 2 bilhões para desfazer o negócio – e pela reestruturação promovida por Marchionne ao assumir a presidência, com o lançamento de novos veículos, a utilização de plataforma comum na fabricação de veículos da marca Alfa Romeo, o compartilhamento de componentes com outra marca do grupo (Maserati), além do estabelecimento de alianças com outras corporações, a fim de reduzir custos e aproveitar as economias de escala. Para mais detalhes sobre a reorganização do grupo, ver Volpato (2009).

⁸⁸ Parte do plano de reestruturação da Ford consistia em vender as marcas de luxo pertencentes ao seu *Premier Automotive Group* (PAG). Em 2007, a Ford vendeu a Aston Martin para um consórcio britânico por US\$ 848 milhões e, em 2008, as marcas Jaguar e Land Rover para a indiana Tata Motors por US\$ 2,3 bilhões (*The Economist*, 2010a). Esse aspecto é retomado no terceiro capítulo, visto que esse processo de vendas se acelerou diante da crise econômica internacional.

⁸⁹ Retoma-se esse aspecto na seção sobre comercialização, haja vista o peso importante de aplicações vinculadas ao financiamento de veículos.

imobilização do capital, sobretudo na Ford, muitas vezes superior a duas ou três vezes o capital próprio (Tabela 5). Isso tende a se refletir nas condições de liquidez e solvência das empresas, vistas adiante. Vale mencionar que o patrimônio líquido nos últimos anos foi negativo, resultante do acúmulo de prejuízos, afetando os indicadores.

Tabela 5 – Indicador de estrutura patrimonial: imobilização do capital (%)

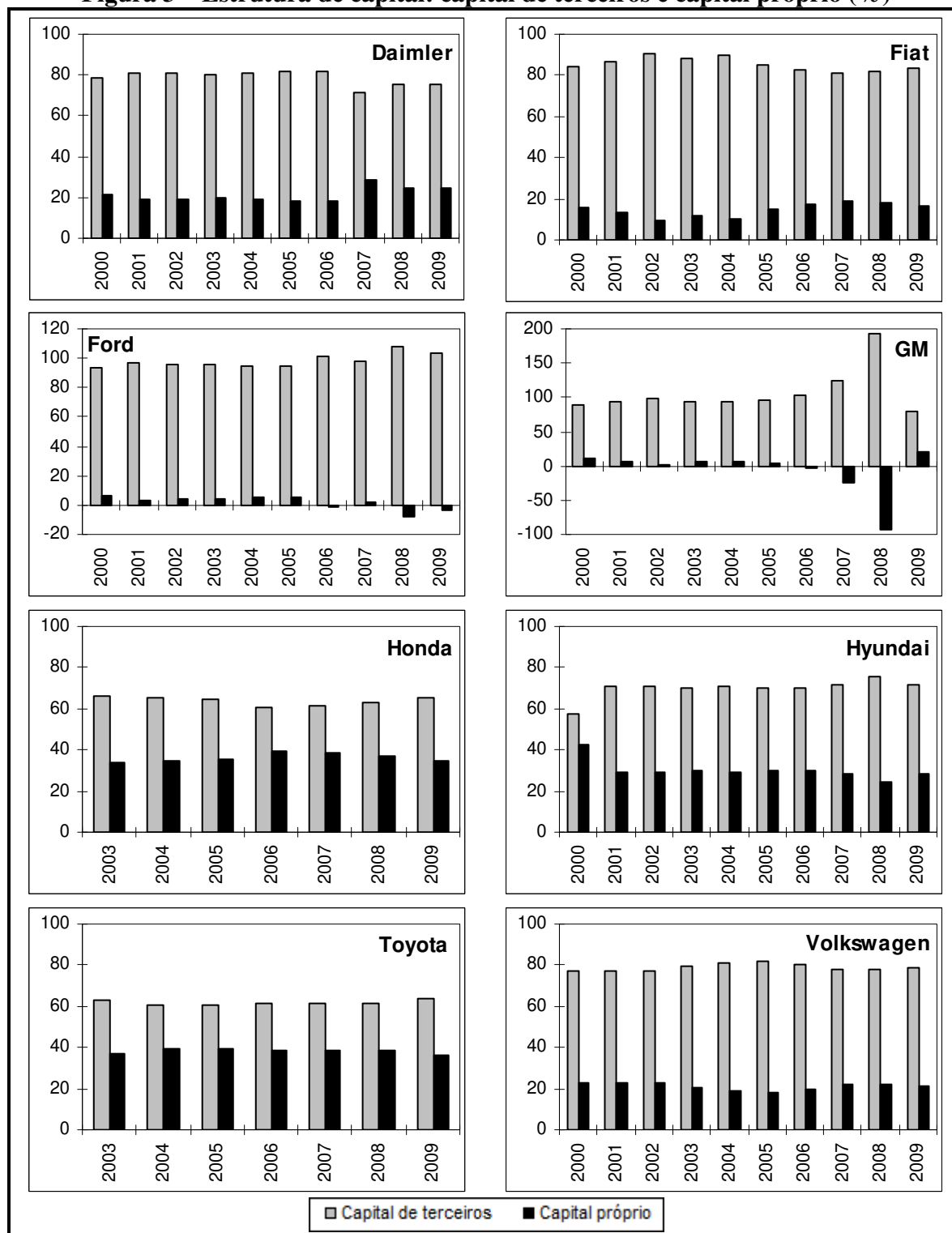
	Daimler	Fiat	Ford	GM
2000	93,5	109,7	194,5	109,5
2001	104,4	102,1	391,6	170,7
2002	102,6	139,5	336,9	496,5
2003	94,2	129,1	354,2	149,4
2004	98,7	165,7	263,3	138,7
2005	99,0	116,9	289,1	257,2
2006	97,7	105,0	-1.669,8	-986,5
2007	38,3	99,7	514,1	-121,2
2008	49,2	113,6	-177,2	-46,5
2009	50,2	116,5	-380,3	64,5
	Honda	Hyundai	Toyota	Volkswagen
2000	-	110,7	-	92,1
2001	-	147,2	-	90,4
2002	-	124,6	-	92,5
2003	53,0	109,8	70,0	97,2
2004	49,9	115,6	62,1	99,3
2005	48,2	109,2	60,7	96,8
2006	44,0	112,0	63,4	75,4
2007	45,1	108,1	64,7	60,5
2008	47,0	114,1	62,4	61,8
2009	52,0	99,5	69,8	65,3

Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço das corporações, apresentados no Anexo A.

Nota: indicador negativo em alguns anos para as companhias americanas por causa de seu patrimônio líquido negativo, decorrente, sobretudo, dos prejuízos registrados. Na Ford, em 2006, o PL foi negativo e baixo, distorcendo o valor do indicador, o que se constata também em índices da Tabela 6.

Expõe-se, nesse sentido, a composição da estrutura de capital das companhias, entre recursos próprios e de terceiros (Figura 3). De modo geral, enquanto nas asiáticas o capital próprio representou de 30% a 40% (um pouco menos na Hyundai), nas europeias encontrou-se em torno de 20% (sendo menor na Fiat) e nas americanas esteve abaixo de 10%. Isso apontava para um grau de endividamento elevado dos distintos grupos, com destaque para os americanos, demonstrando, em uma primeira aproximação, uma fragilidade acentuada de suas estruturas financeiras.

Figura 3 – Estrutura de capital: capital de terceiros e capital próprio (%)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados das corporações apresentados no Anexo B.

Nota: as colunas de cada ano somam 100%.

Verifica-se, com isso, que as corporações do setor operavam com grau de alavancagem (PT/PL) superior à unidade, isto é, o montante de dívidas era maior do que os recursos pertencentes aos acionistas e acumulados pelos resultados das empresas. Em geral, era mais de duas ou três vezes o volume de capital próprio. Tendeu a ser menor nas companhias japonesas, seguidas pela sul-coreana, europeias e americanas, as quais apresentavam um grau de alavancagem excessivamente elevado. Mesmo tomando-se somente as dívidas de curto prazo em relação ao capital próprio (PC/PL), notava-se uma alavancagem alta, que era apenas inferior à unidade para todo o período considerado no caso da Toyota. Outro indicador que aponta de maneira mais detalhada o grau de endividamento é a relação entre o endividamento oneroso líquido e o capital próprio (EOL/PL), uma vez que considera um conjunto mais restrito (embora a parcela mais expressiva) dos passivos deduzidas as aplicações financeiras que podem prontamente, se necessário, ser convertidas em caixa para cobrir o pagamento de dívidas. Percebe-se novamente um grau mais acentuado de endividamento das empresas americanas e uma situação confortável das empresas asiáticas, principalmente japonesas, que possuíam um endividamento oneroso líquido bastante inferior ao seu capital próprio (Tabela 6).

Sob a óptica do endividamento geral (PT/AT), que mostra o grau de dependência de recursos de terceiros no financiamento dos ativos, as companhias mais endividadas eram as americanas, tal como se observou a partir da relação de alavancagem. Embora em todas as companhias os ativos fossem majoritariamente financiados por dívidas, de curto e longo prazo, nas empresas japonesas os recursos próprios eram mais expressivos do que nas demais. As dívidas de curto prazo representavam em torno de 30% a 50% dos ativos totais das empresas do setor (PC/AT). Quando se considera a composição do endividamento (PC/PT), essa proporção tendia a se elevar (exceto quando o patrimônio líquido foi negativo). As dívidas de curto prazo concentravam-se entre 50% e 60% do endividamento total⁹⁰. As dívidas de longo prazo tendiam a ser maiores para as corporações americanas (que apresentavam as menores relações entre passivo circulante e passivo total), seguidas por europeias e asiáticas (Tabela 6).

⁹⁰ Ver Figura 2, na seção sobre produção, para a composição do passivo circulante e também Anexos A e B.

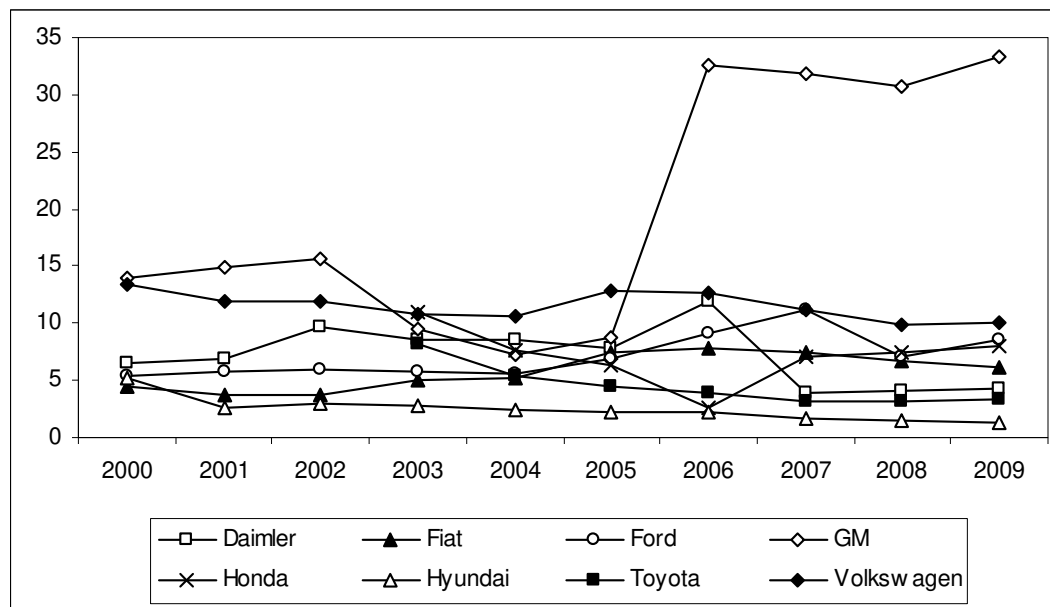
Tabela 6 – Indicadores de estrutura patrimonial e endividamento (%)

	Daimler						Fiat					
	PT/PL	PC/PL	EOL/PL	PT/AT	PC/AT	PC/PT	PT/PL	PC/PL	EOL/PL	PT/AT	PC/AT	PC/PT
2000	364,2	191,7	161,6	78,5	41,3	52,6	529,6	260,4	143,4	84,1	41,4	49,2
2001	426,1	210,2	187,0	81,0	40,0	49,3	640,4	292,4	149,7	86,5	39,5	45,7
2002	430,0	209,6	178,2	81,1	39,5	48,7	966,0	366,8	191,1	90,6	34,4	38,0
2003	410,1	192,2	156,3	80,4	37,7	46,9	736,8	356,8	185,0	88,0	42,6	48,4
2004	430,3	221,8	166,2	81,1	41,8	51,5	894,3	493,5	215,2	89,9	49,6	55,2
2005	443,5	230,3	165,4	81,6	42,4	51,9	563,5	339,3	61,0	84,9	51,1	60,2
2006	445,8	220,1	164,2	81,7	40,3	49,4	480,9	257,7	25,8	82,8	44,4	53,6
2007	253,4	128,0	72,1	71,7	36,2	50,5	433,2	250,7	20,4	81,2	47,0	57,9
2008	304,0	159,5	120,4	75,3	39,5	52,4	456,5	267,2	79,8	82,0	48,0	58,5
2009	304,8	149,4	81,7	75,3	36,9	49,0	504,9	258,1	63,4	83,5	42,7	51,1
	Ford						GM					
	PT/PL	PC/PL	EOL/PL	PT/AT	PC/AT	PC/PT	PT/PL	PC/PL	EOL/PL	PT/AT	PC/AT	PC/PT
2000	1.375,0	649,7	761,7	93,2	44,0	47,3	877,1	451,0	398,5	89,8	46,2	51,4
2001	3.169,6	1.236,2	1.744,0	96,9	37,8	39,0	1.484,0	603,9	666,4	93,7	38,1	40,7
2002	2.469,8	868,6	1.162,9	96,1	33,8	35,2	4.748,1	1.779,5	2.140,0	97,9	36,7	37,5
2003	2.374,4	967,5	1.135,0	96,0	39,1	40,7	1.653,7	592,2	848,4	94,3	33,8	35,8
2004	1.629,4	760,8	816,4	94,2	44,0	46,7	1.605,4	597,7	862,5	94,1	35,0	37,2
2005	1.814,0	682,5	794,0	94,8	35,7	37,6	2.944,8	1.068,6	1.504,8	96,7	35,1	36,3
2006	-12.179,5	-4.112,1	-5.048,9	100,8	34,0	33,8	-4.480,0	-1.624,5	-558,0	102,3	37,1	36,3
2007	3.861,8	1.241,5	1.670,2	97,5	31,3	32,1	-519,6	-198,3	-48,4	123,8	47,3	38,2
2008	-1.454,7	-478,3	-715,0	107,4	35,3	32,9	-206,7	-88,0	-37,9	193,7	82,5	42,6
2009	-3.090,8	-893,2	-1.385,4	103,3	29,9	28,9	370,7	181,1	-24,3	78,8	38,5	48,8
	Honda						Hyundai					
	PT/PL	PC/PL	EOL/PL	PT/AT	PC/AT	PC/PT	PT/PL	PC/PL	EOL/PL	PT/AT	PC/AT	PC/PT
2000	-	-	-	-	-	-	135,7	87,9	34,5	57,6	37,3	64,7
2001	-	-	-	-	-	-	247,2	155,7	103,1	71,2	44,8	63,0
2002	-	-	-	-	-	-	243,2	155,0	89,8	70,9	45,2	63,7
2003	192,1	118,7	55,9	65,8	40,6	61,8	233,8	155,8	66,0	70,0	46,7	66,6
2004	189,8	116,0	48,9	65,5	40,0	61,1	240,7	156,0	85,2	70,7	45,8	64,8
2005	183,3	114,0	47,3	64,7	40,2	62,2	235,5	153,0	84,2	70,2	45,6	65,0
2006	156,2	96,7	44,2	61,0	37,7	61,9	237,3	147,6	96,4	70,3	43,8	62,2
2007	161,3	93,1	48,3	61,7	35,6	57,7	253,6	156,0	121,3	71,7	44,1	61,5
2008	169,2	99,8	52,8	62,9	37,1	59,0	307,1	189,7	144,3	75,4	46,6	61,8
2009	186,1	102,6	71,4	65,1	35,9	55,1	253,3	149,4	94,2	71,7	42,3	59,0
	Toyota						Volkswagen					
	PT/PL	PC/PL	EOL/PL	PT/AT	PC/AT	PC/PT	PT/PL	PC/PL	EOL/PL	PT/AT	PC/AT	PC/PT
2000	-	-	-	-	-	-	332,1	226,7	133,2	76,9	52,5	68,3
2001	-	-	-	-	-	-	334,2	219,2	145,1	77,0	50,5	65,6
2002	-	-	-	-	-	-	341,0	197,6	159,7	77,3	44,8	58,0
2003	171,0	94,9	51,0	63,1	35,0	55,5	385,6	213,8	180,1	79,4	44,0	55,4
2004	155,5	88,1	49,4	60,9	34,5	56,6	430,0	203,2	200,1	81,1	38,3	47,2
2005	154,8	86,2	56,2	60,8	33,8	55,6	462,8	225,4	211,6	82,2	40,1	48,7
2006	157,7	89,9	58,0	61,2	34,9	57,0	406,7	198,4	164,3	80,3	39,2	48,8
2007	161,3	94,4	59,6	61,7	36,1	58,5	355,1	175,6	129,2	78,0	38,6	49,4
2008	159,1	95,3	58,8	61,4	36,8	59,9	349,1	173,3	150,1	77,7	38,6	49,6
2009	174,2	99,9	65,8	63,5	36,4	57,4	373,4	185,8	143,5	78,9	39,2	49,8

Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço das corporações, apresentados no Anexo A.

Um dos componentes importantes do endividamento de longo prazo eram os compromissos com aposentadorias e pensões⁹¹. Em algumas companhias, como GM e Volkswagen, representavam mais de 10% do endividamento total (Gráfico 3). Para as corporações americanas, eram dívidas bastante superiores a US\$ 10 bilhões. Dos demais grupos listados, apenas a Volkswagen possuía um montante de dívidas em torno desse valor (Anexo A). Conforme já exposto, o fim da fusão DaimlerChrysler significou uma redução expressiva do estoque de dívida da Daimler com essas obrigações, como se verificou de 2006 para 2007. Para a Ford, elas tenderam a crescer no montante total a partir de 2004. Praticamente dobraram de 2004 para 2007, passando de US\$ 15,3 bilhões para US\$ 30,4 bilhões, respectivamente. Na GM, ultrapassaram US\$ 62 bilhões em 2006. A participação superior a 30% a partir de 2006 é explicada pelo aumento desses compromissos de 2005 para 2006 e, sobretudo, pela redução do passivo total com a venda da GMAC, que diminuiu de US\$ 460 bilhões em 2005 para US\$ 190 bilhões em 2006. Logicamente, os recursos provenientes dos fundos de pensão dos trabalhadores constituíam uma forma de financiamento, porém o montante desse passivo e os encargos associados, maiores nas empresas americanas, configuravam um desafio adicional na manutenção de sua competitividade frente às demais.

Gráfico 3 – Participação dos compromissos com aposentadorias e pensões de longo prazo no endividamento total, por grupo automobilístico (%)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço das corporações, apresentados no Anexo A.

⁹¹ A distribuição percentual dos passivos das corporações também se encontra no Anexo B. Outras modalidades de dívida de longo prazo, como empréstimos e títulos, são retomadas posteriormente, com a análise sobre investimento.

2.2.1.2. Participação do segmento financeiro

A estrutura patrimonial – de ativos e de capital – retratada anteriormente resulta, em parte, do crescente peso do segmento financeiro dentro da corporação. Cabe destacar que as subsidiárias financeiras das montadoras surgiram como forma de facilitar o escoamento da produção, mediante o financiamento das vendas⁹². Como se tratava de bens de elevado valor, sua difusão e o acesso pela população com nível de renda médio dependiam da concessão de crédito. A *General Motors Acceptance Corporation* (GMAC) foi fundada em 1919 pela GM e, em 1920, expandiu suas operações para o Reino Unido. A consolidação do braço financeiro de sua concorrente e contemporânea Ford ocorreu apenas a partir da criação da *Ford Motor Credit Company* em 1959. Um ano antes, a GMAC já registrava 40 milhões de veículos financiados. Em 1964, formou-se a *Chrysler Credit Corporation*, que mediante uma aquisição deu origem à *Chrysler Financial Corporation* em 1967. O banco da Volkswagen surgiu alguns anos antes, em 1949, com a origem do *Volkswagen Finanzierungsgesellschaft mbH*. Em 1966, foi criada a companhia de *leasing* – *Volkswagen Leasing GmbH*. Na década de 1980, em paralelo ao fortalecimento das montadoras japonesas nos Estados Unidos, foram estabelecidas suas subsidiárias financeiras: a *American Honda Finance Corporation* em 1980 (embora tenha iniciado o financiamento de automóveis somente em 1986), a *Toyota Financial Services* em 1983 (incluindo as companhias de crédito e de seguros) e a *Hyundai Motor Finance* em 1989. Como parâmetro de comparação para o grau de desenvolvimento das atividades financeiras nos EUA, pode-se mencionar o caso da GMAC que, em 1985, contabilizava pela primeira vez ganhos de US\$ 1 bilhão e mais de 100 milhões de veículos financiados, além de diversificar suas operações para o segmento de hipotecas imobiliárias, com a criação da *GMAC Mortgage*⁹³.

Nos últimos anos, ocorreram algumas reorganizações e modificações patrimoniais no segmento de serviços financeiros. Na Volkswagen, criou-se, em 1994, a *Volkswagen Financial Services AG* para gerenciar as operações desse segmento do grupo na Europa. A fim de coordenar as atividades de todas as companhias financeiras da Toyota ao redor do mundo, estabeleceu-se, em 2000, a *Toyota Financial Services Corporation*. Nas corporações americanas, destacam-se os casos da General Motors e da Chrysler. Em 2005, a GMAC lançou uma nova *holding* para seu negócio de hipotecas, a *Residential Capital LLC* (ResCap). No ano seguinte, já com o

⁹² Na seção sobre comercialização, retomam-se alguns dos aspectos referentes a esses braços financeiros.

⁹³ Informações sobre os braços financeiros das montadoras retiradas de suas páginas eletrônicas, listadas ao final das referências bibliográficas.

rebaixamento do *rating* das dívidas da GM e da GMAC (situação semelhante era vivenciada pela Ford) pelas agências de classificação de risco para uma situação de *speculative grade* (ou *junk status*) e com dificuldades de refinanciamento, a corporação decidiu vender 51% do capital acionário de seu lucrativo braço financeiro, adquirido pela *Cerberus Capital Management*, na tentativa de reduzir a percepção de risco da GMAC, que poderia captar em condições mais favoráveis e manter o financiamento de veículos⁹⁴. A *Cerberus Capital Management* passou a controlar também a *Chrysler Financial* a partir de 2007 com o fim da fusão DaimlerChrysler, originada em 1998, e a compra do grupo Chrysler. Em meio à crise, no final de 2008, a GMAC conseguiu aprovação do *Federal Reserve* (Fed) para se transformar em uma *holding* bancária (Dash e Bajaj, 2008)⁹⁵. No ano seguinte, suas atividades de financiamento estenderam-se para os produtos da Chrysler e criou-se o *Ally Bank*, tornando-se a corporação designada por *Ally Financial* a partir de 2010⁹⁶. Naquele ano ainda, a GM adquiriu a *AmeriCredit*, importante no segmento de empréstimos de alto risco (*subprime*) para compra de veículos, por US\$ 3,5 bilhões (*The Economist*, 2010b).

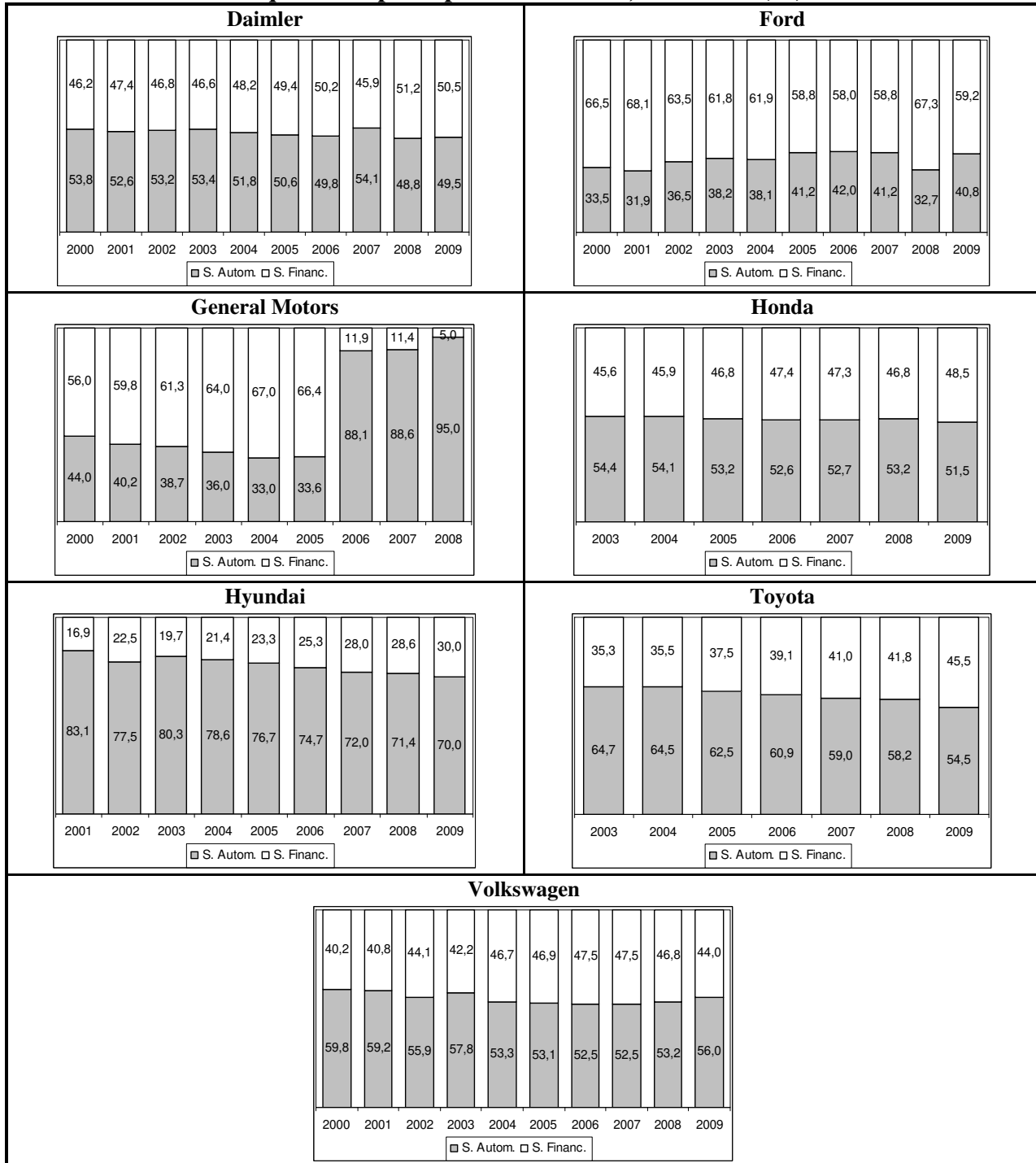
Essa expansão das atividades dos braços financeiros se reflete na composição dos ativos das corporações, divididos entre setor automotivo e de serviços financeiros (Figura 4). Embora predominassem os ativos do segmento produtivo na maioria das companhias, exceto na General Motors e na Ford, observou-se, de modo geral, ao longo da década de 2000, um peso crescente dos ativos do segmento financeiro na riqueza total das demais corporações, mais acentuadamente em Honda, Hyundai e Toyota. Na Volkswagen e na Daimler, essa participação, que já era maior, oscilou próxima a 50%.

⁹⁴ Sobre essa discussão, ver Senter Jr. e McManus (2009, p.168-169).

⁹⁵ Esse aspecto é retomado no terceiro capítulo, na abordagem sobre a crise.

⁹⁶ O *Ally Bank* tem sido o principal financiador dos revendedores dos produtos Chrysler (Wernle, 2011). A *Chrysler Financial* foi vendida para o banco canadense *Toronto Dominion*, importante nas operações de financiamento de veículos no Canadá, por US\$ 6,3 bilhões em 2010 e ainda mantém uma ampla rede de *dealers* (Cleto, 2010; *The Economist*, 2010b).

Figura 4 – Participação dos ativos do setor financeiro e do setor automotivo no estoque de riqueza das principais montadoras, 2000-2009 (%)



Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios financeiros anuais das corporações.

Notas: (1) gráficos para as corporações que apresentaram em seus relatórios, nos devidos anos, a divisão de ativos por segmento (automotivo e de serviços financeiros) – a partir de 2001 para a Hyundai e até 2008 para a GM, que sofreu reestruturação em 2009 (naquele ano, dados apresentados apenas entre companhia predecessora, até 09/07/2009, e sucessora, de 10/07/2009 em diante, e não mais por segmento). (2) para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group (com *Daimler Financial Services*); antes, dados referentes à DaimlerChrysler. (3) alteração na composição de ativos da GM a partir de 2006 decorrente da venda de seu braço financeiro GMAC em 30/11/2006, apesar de ter se mantido 49% do controle acionário.

No caso da GM e da Ford, verificava-se um padrão distinto, marcado por uma presença expressiva dos ativos de origem financeira, vinculados, em grande parte, a recebíveis financeiros. Isso denotava a importância dentro da corporação de seus braços financeiros, sobretudo no financiamento à comercialização e na realização de outras atividades, dada sua elevada diversificação. Embora em ambas as companhias predominassem os ativos financeiros (até 2005 no caso da GM), observavam-se tendências divergentes quanto à participação de cada tipo de ativo no estoque de riqueza. Na Ford, a participação dos ativos produtivos (32% em 2001) foi aumentando frente aos ativos financeiros até 2006, momento a partir do qual voltou a decrescer. Em 2008, os ativos financeiros representavam mais de 67% do total. Na GM, a situação foi praticamente a inversa, uma vez que os ativos financeiros foram assumindo uma dimensão cada vez maior, atingindo 67% de participação em 2004. Em 2006, essa tendência se alterou radicalmente, haja vista a venda em 30 de novembro daquele ano de 51% do controle acionário da GMAC. Em virtude disso, os ativos do segmento de serviços financeiros reduziram-se abruptamente nos anos seguintes, alcançando apenas 5% do total em 2008.

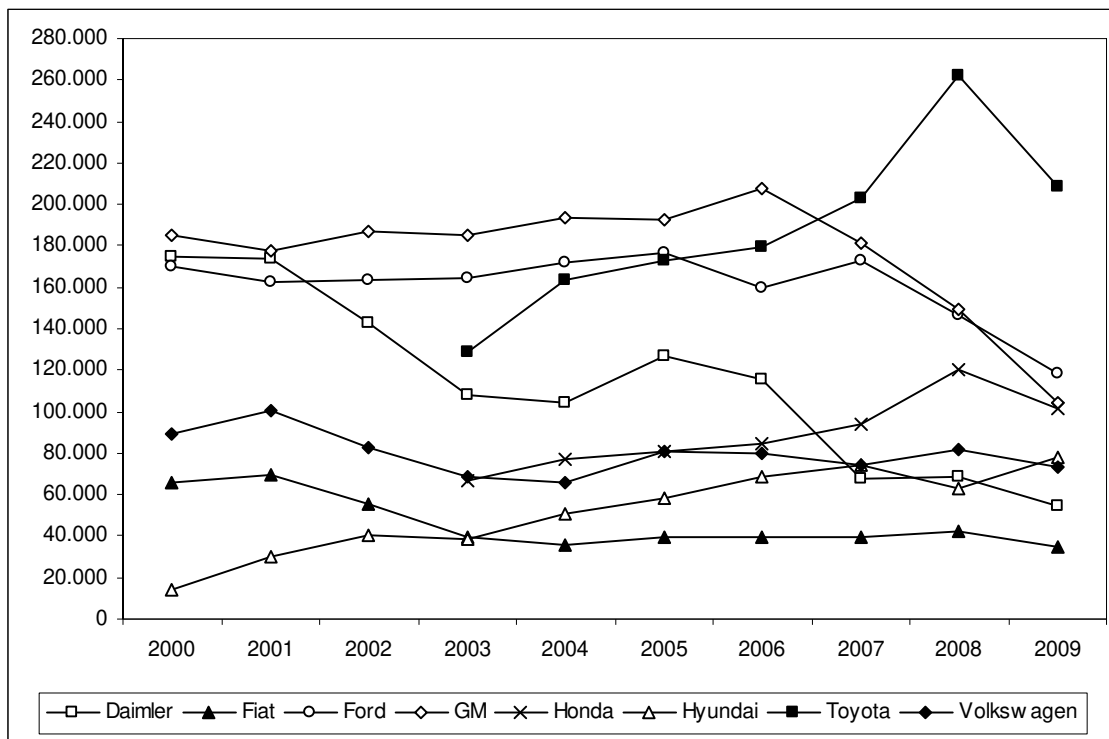
Ainda que haja dentro das corporações uma tendência generalizada de intensificação dos ativos referentes ao segmento financeiro, o grau e o ritmo que têm acometido as diversas companhias variam, sendo provavelmente condicionados ao arcabouço institucional – discutido no capítulo 1 – de seus países de origem e principais mercados de atuação. A trajetória verificada para o caso americano parece mais contida e tardia para as empresas europeias⁹⁷ e, em especial, asiáticas.

Essa presença marcante do segmento financeiro na estrutura dos grupos se refletia em seu desempenho. O Gráfico 4 aponta as receitas auferidas pelas montadoras, de 2000 a 2009. Em grande parte do período, o maior volume de receitas correspondeu às *Big Three* americanas, ou seja, à General Motors, seguida pela Ford e pela antiga DaimlerChrysler. Convém enfatizar que as receitas da GM e da Ford, durante esses anos, comportaram-se de maneira semelhante, denotando que os impactos conjunturais afetaram-nas de modo análogo, tanto positiva como negativamente, exceto em 2006. É válido ressaltar, no entanto, que em 2001 o patamar entre as duas empresas se aproximou bastante, atingindo cerca de US\$ 160 bilhões.

⁹⁷ Jürgens (2009, p.238) ressalta esse aspecto para a Volkswagen. “[...] it is clear that VW has not taken the path that famous role models of the New Economy era had traced. Despite the expansion of financial services, VW has not followed Ford and other companies in officially announcing a strategy of ‘value migration’ away from automobile manufacturing as a low-margin activity towards higher-margin activities downstream the value chain. The official policy is that financial services support VW’s core business activities of auto manufacturing”.

Destaca-se também o crescimento vertiginoso das receitas da Toyota no período, que passaram de pouco menos de US\$ 130 bilhões em 2003 para aproximadamente US\$ 262 bilhões em 2008, ultrapassando todas as demais montadoras em 2007. Verificou-se um aumento expressivo de receitas ainda para Honda e Hyundai. As europeias Volkswagen e Fiat mostraram trajetórias relativamente estagnadas nos últimos cinco anos. Uma vez mais, pode-se sugerir um padrão distinto da evolução recente das corporações, sob o enfoque das receitas: uma tendência ascendente das montadoras asiáticas, constante das europeias e declinante das americanas.

Gráfico 4 – Receitas de grupos automobilísticos selecionados, 2000-2009 (US\$ milhões)



Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios anuais das corporações, apresentados no Anexo A deste trabalho.
Notas: (1) para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler. Isso explica a queda brusca das receitas de 2006 para 2007, uma vez que neste ano abarcava somente as vendas da Daimler e naquele ano, as de ambos os grupos. (2) em 2009, a GM sofreu reestruturação – os dados divulgados foram separados entre companhia predecessora, até 09/07/2009, e sucessora, de 10/07/2009 em diante. Consideraram-se as receitas totais daquele ano, somando os resultados de ambas.

É importante sublinhar que a maior parte das receitas foi proveniente, em todas as montadoras analisadas, do segmento produtivo (Figura 5). No caso das asiáticas, embora o peso relativo das receitas do segmento financeiro tivesse crescido, as originadas de suas atividades produtivas representavam, em média, 95% do total. A participação destas, ainda que bastante expressiva, era um pouco inferior nas companhias europeias (considerando Volkswagen e

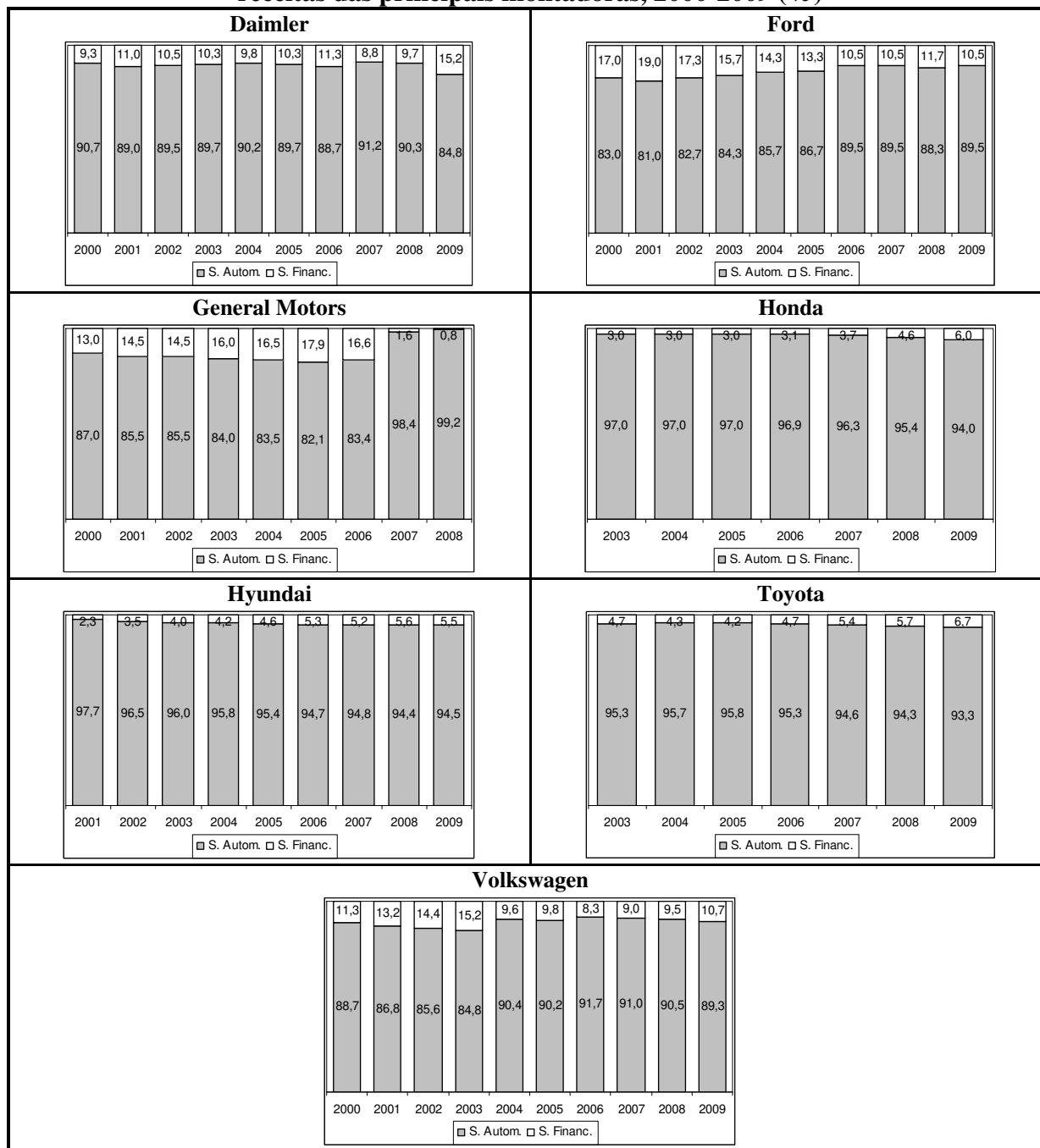
Daimler, mesmo no período em que vigorava a fusão entre os grupos Daimler e Chrysler), em torno de 90%. Já nas americanas, a participação das receitas geradas pelas atividades financeiras da corporação tendeu a ser mais elevada do que nos demais casos, o que era de se esperar, uma vez que o peso dos ativos desse segmento era muito significativo. Inclusive, acompanhando o movimento dos ativos, reduziu-se na Ford e aumentou na GM (ao menos até se contabilizar a venda da GMAC).

Ademais, deve-se ressaltar que a Toyota registrou o maior lucro líquido dentre as montadoras analisadas no período de 2003 a 2008, com valores superiores a US\$ 10 bilhões em praticamente todos os anos, sinalizando sua forte expansão. Em 2008, ultrapassou US\$ 17 bilhões. Em 2009, em razão da crise, obteve um prejuízo líquido próximo a US\$ 4,5 bilhões⁹⁸, refletido também na queda das receitas. A outra japonesa, Honda, apresentou resultados positivos ao longo do período e, de 2004 a 2008, obteve os lucros mais elevados após a Toyota. Tal como a Honda e a Hyundai, a Volkswagen mostrou resultados positivos na década, sendo maiores nos primeiros e últimos anos. Já a Fiat vivenciava uma situação mais frágil até 2004, com redução das receitas e sob a possibilidade de compra pela GM, porém recuperou-se nos anos seguintes, alcançando novamente resultados positivos (Gráfico 5).

O desempenho das concorrentes americanas não foi igualmente satisfatório. Apenas em 2000, DaimlerChrysler, General Motors e Ford registraram lucros líquidos bastante elevados. A partir de 2005, GM e Ford (exceto em 2005 e 2009) obtiveram expressivos prejuízos. A Ford havia registrado prejuízo superior a US\$ 5 bilhões em 2001, que seria ultrapassado em 2006 (US\$ 12,6 bilhões) e 2008 (US\$ 14,7 bilhões). A GM, por sua vez, apresentou prejuízos de US\$ 10,6 bilhões em 2005, US\$ 38,7 bilhões em 2007 e US\$ 30,9 bilhões em 2008. Esses resultados negativos refletiam a crise enfrentada pelas montadoras americanas, exacerbada pela recente desaceleração da economia mundial e forte diminuição das vendas de veículos. O cenário adverso também vitimou o crescimento das demais montadoras, como as japonesas, ainda que para estas a gravidade das consequências de redução das receitas não se assemelhasse à verificada no caso das *Big Three* americanas, em especial de General Motors e Chrysler.

⁹⁸ Devido à fraca demanda e à apreciação do iene, estimava-se que a Toyota, em 2009, registrasse uma perda operacional de ¥ 450 bilhões (US\$ 4,95 bilhões), o maior prejuízo em setenta anos (Cardoso, 2009).

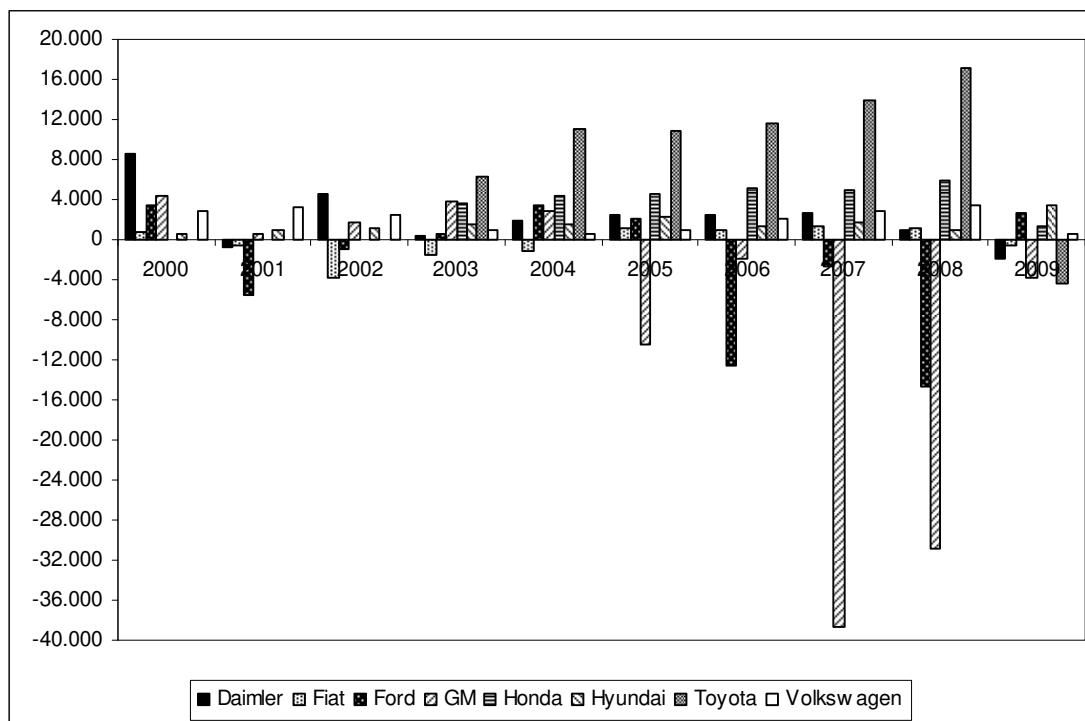
Figura 5 – Participação das receitas do setor financeiro e do setor automotivo no total de receitas das principais montadoras, 2000-2009 (%)



Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios financeiros anuais das corporações.

Notas: (1) gráficos para as corporações que apresentaram em seus relatórios, nos devidos anos, a divisão de receitas por segmento (automotivo e de serviços financeiros) – a partir de 2001 para a Hyundai e até 2008 para a GM, que sofreu reestruturação em 2009 (naquele ano, dados apresentados apenas entre companhia predecessora, até 09/07/2009, e sucessora, de 10/07/2009 em diante, e não mais por segmento). (2) para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group (com *Daimler Financial Services*); antes, dados referentes à DaimlerChrysler. (3) alteração na composição de receitas da GM a partir de 2007 decorrente da venda de seu braço financeiro GMAC em 30/11/2006, apesar de ter se mantido 49% do controle acionário. Por se tratar de um fluxo, os resultados das receitas dos serviços financeiros em 2006, contabilizados no final do ano, não foram muito afetados, diferentemente dos ativos que, por constituírem um estoque do qual a companhia se desfaz, impactaram a contabilidade ao final do respectivo ano.

**Gráfico 5 – Lucro líquido de grupos automobilísticos selecionados, 2000-2009
(US\$ milhões)**



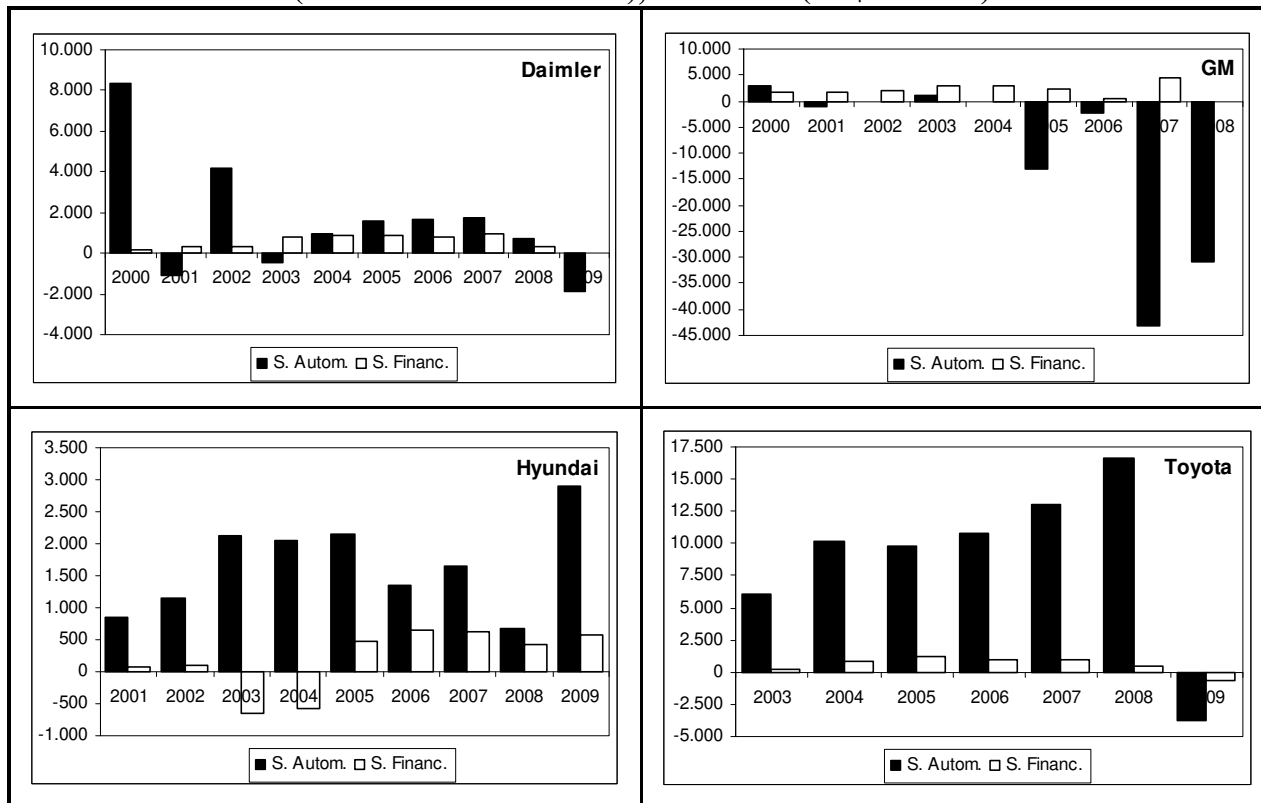
Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios anuais das corporações, apresentados no Anexo A deste trabalho.
Notas: (1) para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler. (2) em 2009, a GM sofreu reestruturação – os dados divulgados foram separados entre companhia predecessora, até 09/07/2009, e sucessora, de 10/07/2009 em diante. Considerou-se o lucro líquido apenas da nova companhia, originada após o pedido de concordata, a fim de evitar uma distorção nos valores, já que o lucro líquido da companhia predecessora foi de US\$ 109.003 milhões, de 01/01/2009 a 09/07/2009, sob efeito de ganhos de reorganização e mudanças contábeis.

Cabe enfatizar, porém, a origem dos resultados observados, se derivados do segmento produtivo ou financeiro. Os gráficos da Figura 6 apontam para resultados fortemente dependentes do segmento financeiro no caso da GM e do segmento produtivo na Toyota e Hyundai. Na Daimler (ou DaimlerChrysler), ainda que predominassem os lucros líquidos do segmento automotivo, a diferença entre eles, em grande parte do período, não tendeu a ser muito expressiva. Ademais, deve-se destacar o fato de que em raras exceções o segmento de serviços financeiros registrou prejuízo líquido. Com isso, o lucro auferido dessas atividades pôde contribuir para um lucro total das corporações ainda mais elevado, quando o segmento automotivo era superavitário (caso, por exemplo, da Toyota), ou minimizar os prejuízos obtidos nas operações produtivas (a exemplo da GM⁹⁹), denotando a importância das atividades

⁹⁹ Este também foi o caso da Ford. Como não há o lucro líquido por segmento, não foi apresentado um gráfico para a companhia. Porém, trajetória semelhante pode ser vista com o lucro antes do imposto de renda (LAIR) por segmento. Neste caso, apenas em 2008 houve prejuízo do segmento financeiro (de US\$ 2,6 bilhões), contribuindo para um prejuízo ainda maior da corporação, haja vista a perda de US\$ 11,8 bilhões no segmento produtivo. Nos demais anos do período 2000-2009, o segmento financeiro

financeiras dentro das corporações. Conforme aponta Mercer (2009, p.187, grifos no original) para a Ford – o que pode ser estendido às *Big Three* americanas –, a companhia “was increasingly dependent, for better or worse, on financial services as a source of income”, caracterizando um padrão “financeirizado”, “defined as a growing reliance on profits from services related to car *transactions*, rather than profits derived from car *manufacturing*”.

Figura 6 – Lucro líquido de grupos automobilísticos selecionados, por segmento (automotivo e financeiro), 2000-2009 (US\$ milhões)



Fonte: elaboração própria com base nos dados dos relatórios financeiros anuais das corporações.

Notas: (1) gráficos para as corporações que apresentaram em seus relatórios, nos devidos anos, o lucro líquido por segmento (automotivo e de serviços financeiros) – a partir de 2001 para a Hyundai e até 2008 para a GM, que sofreu reestruturação em 2009 (naquele ano, dados apresentados apenas entre companhia predecessora, até 09/07/2009, e sucessora, de 10/07/2009 em diante, e não mais por segmento). (2) para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group (com *Daimler Financial Services*); antes, dados referentes à DaimlerChrysler. Embora não apareça, o resultado dos serviços financeiros, em 2009, foi de US\$ 2 milhões. (3) a partir de 2006, após venda da GMAC em 30/11/2006, mudança na forma de apresentação dos resultados da GM, de modo que a divisão por segmentos passou a ser divulgada apenas para poucos itens. Utilizaram-se, no caso do lucro líquido, os resultados das *continuing operations* e *discontinued operations* como *proxies* para os segmentos automotivo e de serviços financeiros, respectivamente. Em 2002 e 2004, o resultado do setor automotivo foi negativo em US\$ 146 milhões e US\$ 89 milhões, respectivamente. Em 2008, o resultado dos serviços financeiros foi nulo.

apresentou um LAIR positivo e, exceto em 2000, superior ao do segmento produtivo. Este, por sua vez, registrou prejuízos antes do imposto de renda de 2001 a 2008. Logo, os resultados do setor de serviços financeiros contribuíram, em quase todo o período, para reduzir os prejuízos da corporação, inclusive tornando-os positivos de 2002 a 2005 (no caso do LAIR).

2.2.1.3. Exposição e fragilidade financeira

A fim de compor o quadro da situação financeira das corporações, realiza-se uma análise a partir de indicadores de liquidez e solvência, de rentabilidade e de comprometimento dos fluxos de caixa com o pagamento de juros e dividendos. Os resultados permitem constatar, por um lado, a presença da lógica de valorização financeira dentro das diversas companhias e, por outro, diferenças entre os conjuntos de empresas, reiterando aspectos de maior fragilidade financeira no caso das americanas.

A análise patrimonial precedente pode ser complementada pelos indicadores de liquidez e solvência, avaliados sob o critério de “quanto maior, melhor”. Pelo índice de liquidez geral (AT/PT), as empresas em situação de menor risco de liquidez eram as japonesas, seguidas por europeias e americanas. Nestas, em alguns anos, manifestou-se nítido risco de insolvência, uma vez que todos os bens e direitos a serem realizados no curto e longo prazo foram inferiores ao montante total de dívidas. Desde a venda da GMAC, a GM registrou um índice cada vez menor, alcançando 51,6% em 2008, quando da eclosão da crise internacional. Em 2009, sob efeito do processo de reestruturação, o índice retornou a patamar semelhante ao de outras empresas com maior folga financeira (Tabela 7).

Outro indicador para essa avaliação é o de liquidez corrente (AC/PC). Em uma primeira aproximação, poder-se-ia imaginar que a situação das companhias americanas fosse razoavelmente favorável. Porém, GM e Ford apresentavam uma proporção de ativo circulante em relação ao ativo total bastante superior à de passivo circulante em relação ao total de capital próprio e de terceiros (Anexo B), o que se refletiu no elevado índice de liquidez corrente, mas que poderia ser fonte de descasamento patrimonial para exercícios futuros. Ademais, deve-se considerar que seu ativo circulante concentrava-se em recebíveis financeiros – a ser visto na seção 2.3 – que, por sua natureza, originários do segmento de serviços financeiros, como empréstimos para financiar vendas de veículos, poderiam não se concretizar, ao passo que o passivo circulante, que representava obrigações líquidas e certas dentro de um ano, era composto, principalmente, por notas, títulos e empréstimos de curto prazo. Tinha-se um fluxo de recebimento incerto diante de um fluxo de obrigações a serem honradas, o que poderia originar descasamentos patrimoniais. Entretanto, no caso da Ford, deve-se destacar que seu plano de reestruturação, além de venda de marcas, fechamento de fábricas e demissões nos EUA, envolvia um processo de securitização e alongamento da dívida (Canis e Yacobucci, 2010; *The Economist*,

2010a). Utilizava-se a venda de recebíveis a sociedades de propósito especial (SPE) para captar recursos e transferir riscos¹⁰⁰. A partir de 2004, o ativo circulante continuou crescendo e o passivo circulante diminuiu, ao passo que a dívida de longo prazo aumentou substancialmente, com valores próximos ao do ativo circulante. Reduziram-se as notas e títulos de curto prazo e elevaram-se as de longo prazo, uma forma de obter fundos (por meio das *asset-backed securities* – ABS), inclusive, para manter o financiamento de veículos.

Nas outras empresas, como as japonesas, o indicador de liquidez corrente não se mostrou tão elevado, sendo levemente superior à unidade. O volume de ativos de curto prazo foi um pouco maior do que o de dívidas vencidas em um ano, elemento relevante na capacidade de solvência e na manutenção de uma relação mais estável e de menor descasamento patrimonial. A própria composição de ativos e passivos de curto prazo era distinta. Embora os recebíveis financeiros fossem também importantes para Honda e Toyota, representavam entre 25% e 35% do ativo circulante e não cerca de 60% a 70% como na Ford e na GM. Já o passivo circulante estava mais concentrado em dívidas com fornecedores e *commercial papers*. Um caso mais atípico foi o da Hyundai, que apresentou um passivo circulante, com parcela significativa de empréstimos de curto prazo, maior do que o ativo circulante, em que predominavam os estoques. Não era uma situação muito favorável à empresa, porém a relação entre ativo e passivo de curto prazo estava aumentando ao longo do tempo.

Um terceiro indicador – o de liquidez imediata – consiste na relação entre disponibilidades e passivo circulante. Junto às disponibilidades, poderiam ser acrescidos os títulos de curto prazo, como reflexo dos recursos mais líquidos da corporação. De toda forma, os índices das companhias americanas já não destoavam tanto dos demais. O aumento no índice em alguns anos resultou de forte redução das dívidas de curto prazo, mais do que de variações nas disponibilidades. Para todas as corporações, em geral, girou em torno de 10% a 20% (Tabela 7). Com os títulos de curto prazo, o índice aumentaria para cerca de 20% a 30%, com maior dispersão entre as empresas, crescendo mais para as americanas do que japonesas, devido ao maior peso relativo dos títulos de curto prazo nas aplicações daquelas do que destas companhias.

¹⁰⁰ A importância do processo de securitização para a *Ford Credit* foi explicitada no relatório financeiro da corporação: “If (...) the cost of securitized funding significantly increased or securitized funding were no longer available to Ford Credit, Ford Credit’s operations, financial condition and liquidity would be adversely impacted” (Ford, 2003, p.66).

Tabela 7 – Indicadores de liquidez e solvência (%)

	Daimler			Fiat		
	AT/PT	AC/PC	Disponib./PC	AT/PT	AC/PC	Disponib./PC
2000	127,5	121,3	8,7	118,9	138,1	5,0
2001	123,5	124,8	13,8	115,6	150,8	5,4
2002	123,3	140,4	12,3	110,4	180,3	11,0
2003	124,4	154,6	16,4	113,6	159,9	12,0
2004	123,2	137,6	10,2	111,2	134,2	11,1
2005	122,6	127,8	9,0	117,7	124,6	20,1
2006	122,4	133,0	9,3	120,8	142,8	29,9
2007	139,5	127,2	31,9	123,1	133,8	23,5
2008	132,9	106,1	13,2	121,9	124,5	12,4
2009	132,8	114,2	20,6	119,8	145,5	42,6
	Ford			GM		
	AT/PT	AC/PC	Disponib./PC	AT/PT	AC/PC	Disponib./PC
2000	107,3	134,0	3,9	111,4	104,6	7,4
2001	103,2	157,9	6,9	106,7	128,9	15,0
2002	104,0	173,2	12,5	102,1	151,7	15,8
2003	104,2	153,2	18,3	106,0	187,1	21,5
2004	106,1	136,4	18,3	106,2	188,0	21,4
2005	105,5	181,7	32,8	103,4	188,3	18,4
2006	99,2	198,0	30,5	97,8	96,9	34,9
2007	102,6	208,3	40,3	80,8	90,0	35,3
2008	93,1	195,7	28,6	51,6	57,3	18,7
2009	96,8	234,2	36,8	127,0	113,0	43,3
	Honda			Hyundai		
	AT/PT	AC/PC	Disponib./PC	AT/PT	AC/PC	Disponib./PC
2000	-	-	-	173,7	60,6	3,9
2001	-	-	-	140,5	67,3	12,9
2002	-	-	-	141,1	72,5	13,3
2003	152,1	105,4	17,5	142,8	76,4	18,8
2004	152,7	109,5	21,7	141,5	80,6	11,9
2005	154,6	106,9	20,6	142,5	83,0	14,6
2006	164,0	116,0	18,7	142,1	79,4	12,1
2007	162,0	122,5	22,1	139,4	76,2	11,9
2008	159,1	111,8	22,5	132,6	80,6	12,9
2009	153,7	109,1	16,3	139,5	85,0	20,0
	Toyota			Volkswagen		
	AT/PT	AC/PC	Disponib./PC	AT/PT	AC/PC	Disponib./PC
2000	-	-	-	130,1	120,4	4,4
2001	-	-	-	129,9	122,9	8,1
2002	-	-	-	129,3	135,0	6,1
2003	158,5	122,2	22,6	125,9	141,5	14,4
2004	164,3	116,5	22,8	123,3	113,8	21,0
2005	164,6	114,7	18,0	121,6	108,5	14,9
2006	163,4	107,0	15,6	124,6	114,5	17,5
2007	162,0	100,1	16,1	128,2	122,2	18,0
2008	162,8	101,2	13,6	128,6	117,5	14,6
2009	157,4	106,7	23,1	126,8	111,9	29,5

Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço das corporações, apresentados no Anexo A.

Complementarmente aos indicadores de liquidez e solvência, pode-se retomar a análise do desempenho das corporações, por meio dos indicadores de rentabilidade, para examinar, sob outro ângulo, suas fragilidades, sobretudo no caso das americanas (Tabela 8). Enquanto nas demais companhias, o giro do ativo – o grau de utilização dos ativos na geração de receitas – tendeu a se manter acima de 70%, Ford e, principalmente, GM registraram índices bastante inferiores. No caso da General Motors, houve uma distorção nos resultados entre 2006 e 2008, decorrente da contração do tamanho da empresa, isto é, seus ativos totais se reduziram mais que proporcionalmente em relação às receitas. Com exceção da Fiat na primeira metade da década de 2000 e da GM em 2008, que obtiveram resultado bruto negativo, as corporações apresentaram margem bruta (LB/receitas) no setor superior a 15%, ainda que houvesse em alguns casos (empresas americanas e japonesas) uma queda no período. O indicador de margem líquida (LL/receitas) – que complementa a análise da evolução do lucro líquido, ao apurar o resultado depois de deduzidos todos os custos – refletiu uma situação mais grave para as corporações americanas. Estas registraram margens líquidas negativas em diversos anos e, raramente, superior a 2%. A Daimler, quando da união com a Chrysler, também apresentava resultados pouco satisfatórios. Dentre as europeias, o melhor desempenho foi da Volkswagen e, dentre todas as companhias, destacaram-se os resultados das japonesas, em geral, superiores a 5%.

A Tabela 8 ainda mostra algumas taxas de retorno, frequentemente utilizadas na avaliação da rentabilidade de empresas, que também retratam sua condição financeira e, inclusive, impactam suas possibilidades de captação futura de recursos. Uma vez mais, os melhores retornos sobre o ativo (ROA) e sobre o patrimônio líquido (ROE) referiam-se às corporações japonesas (e também à sul-coreana Hyundai), seguidas por europeias e americanas. O ROA foi, em média no período, negativo para as empresas americanas, positivo baixo (inferior a 2%) para as europeias e positivo alto (próximo ou acima de 3%) para as asiáticas. No caso do ROE, destacaram-se os resultados da Honda e Toyota, excetuando-se o ano com maiores efeitos da recente crise, e da Volkswagen, nos anos de elevado lucro líquido. Houve alguns resultados anômalos das empresas americanas, como em 2006 e 2008 na Ford e de 2006 a 2008 na GM, quando o patrimônio líquido foi negativo. Por fim, as distintas condições de rentabilidade também se refletiram no lucro por ação (LPA), maior nas asiáticas e na Volkswagen, ainda que tenha se mantido elevado na GM durante a primeira metade dos anos 2000, quando a corporação registrava lucro líquido positivo.

Tabela 8 – Indicadores de rotação dos recursos e de rentabilidade (%)

	Daimler						Fiat					
	Rec./AT	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	Rec./AT	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2000	81,5	17,0	4,9	4,0	18,4	8,45	64,0	1,4	1,1	0,7	4,4	-
2001	73,7	16,0	-0,4	-0,3	-1,7	-0,75	60,9	0,5	-0,7	-0,4	-3,3	-
2002	79,9	18,8	3,2	2,5	13,3	4,46	62,8	-1,3	-6,8	-4,3	-45,5	-
2003	76,5	19,4	0,3	0,3	1,3	0,35	80,3	-1,0	-3,8	-3,0	-25,4	-
2004	77,8	19,4	1,7	1,3	7,2	1,78	85,3	0,0	-3,2	-2,8	-27,5	-
2005	74,3	17,9	1,9	1,4	7,7	2,37	74,5	14,9	3,1	2,3	15,1	1,06
2006	79,8	17,1	2,1	1,7	9,3	2,40	88,9	15,3	2,2	2,0	11,5	0,60
2007	73,6	24,1	4,0	2,9	10,4	2,60	97,3	16,4	3,5	3,4	18,2	1,04
2008	72,5	22,5	1,5	1,1	4,3	1,01	96,1	16,8	2,9	2,8	15,5	0,93
2009	61,3	16,9	-3,4	-2,1	-8,3	-1,83	74,5	13,7	-1,7	-1,3	-7,6	-0,47
	Ford						GM					
	Rec./AT	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	Rec./AT	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2000	59,8	25,8	2,0	1,2	18,0	2,34	60,9	21,1	2,4	1,5	14,4	6,80
2001	58,7	20,5	-3,4	-2,0	-64,5	-3,02	54,7	18,8	0,3	0,2	2,9	1,78
2002	56,5	23,4	-0,6	-0,3	-8,7	-0,55	50,4	17,9	0,9	0,5	22,7	3,37
2003	53,9	20,9	0,3	0,2	4,0	0,27	41,4	18,0	2,1	0,9	14,9	7,24
2004	58,7	20,9	2,0	1,2	20,6	1,91	40,3	17,3	1,4	0,6	10,0	4,97
2005	65,7	18,2	1,1	0,8	14,4	1,10	40,5	11,2	-5,5	-2,2	-67,6	-18,69
2006	57,5	7,0	-7,9	-4,5	547,0	-6,72	111,4	20,6	-1,0	-1,1	46,5	-3,50
2007	61,8	17,3	-1,6	-1,0	-38,6	-1,38	121,7	8,2	-21,4	-26,0	109,2	-68,45
2008	67,0	13,1	-10,0	-6,7	91,0	-6,46	163,6	-0,2	-20,7	-33,9	36,2	-53,32
2009	60,7	15,5	2,3	1,4	-41,7	0,91	42,2	1,9	-6,6	-2,8	-13,1	-10,73
	Honda						Hyundai					
	Rec./AT	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	Rec./AT	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2000	-	-	-	-	-	-	101,5	21,9	3,7	3,7	8,8	2,49
2001	-	-	-	-	-	-	99,9	26,5	2,9	2,9	10,0	3,85
2002	-	-	-	-	-	-	104,3	26,3	3,0	3,1	10,7	5,26
2003	103,8	32,1	5,4	5,6	16,2	3,66	85,9	29,6	3,8	3,3	10,9	6,55
2004	98,0	31,3	5,7	5,6	16,2	4,61	91,0	25,8	3,2	2,9	9,8	7,09
2005	92,8	30,2	5,6	5,2	14,8	4,85	89,3	21,9	4,0	3,5	11,8	10,56
2006	93,7	29,2	6,0	5,6	14,5	5,52	90,0	21,1	2,0	1,8	6,0	6,17
2007	92,1	29,1	5,3	4,9	12,9	2,75	83,0	20,3	2,3	1,9	6,7	6,20
2008	95,1	28,8	5,0	4,8	12,8	3,30	77,3	22,5	1,4	1,1	4,3	1,99
2009	84,7	25,9	1,4	1,2	3,3	0,77	89,4	22,3	4,4	4,0	14,0	9,38
	Toyota						Volkswagen					
	Rec./AT	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA	Rec./AT	LB/Rec.	LL/Rec.	ROA	ROE	LPA
2000	-	-	-	-	-	-	89,8	15,9	3,1	2,8	12,2	6,83
2001	-	-	-	-	-	-	84,8	16,1	3,3	2,8	12,1	8,68
2002	-	-	-	-	-	-	79,8	16,1	3,0	2,4	10,5	6,41
2003	76,9	22,0	4,8	3,7	10,1	1,76	73,2	12,2	1,3	0,9	4,5	2,25
2004	78,5	21,0	6,7	5,3	13,5	3,24	70,1	11,8	0,8	0,5	2,8	1,28
2005	76,2	21,0	6,3	4,8	12,3	3,31	71,6	13,5	1,2	0,8	4,7	2,46
2006	73,2	20,6	6,5	4,8	12,3	3,59	76,8	13,2	2,6	2,0	10,2	5,37
2007	73,5	20,7	6,9	5,0	13,2	4,34	74,9	15,0	3,8	2,8	12,9	7,09
2008	81,0	18,9	6,5	5,3	13,7	5,40	67,8	15,1	4,2	2,8	12,7	8,57
2009	70,6	11,1	-2,1	-1,5	-4,1	-1,42	59,4	12,9	0,9	0,5	2,6	1,65

Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço e demonstrativo de resultados das corporações, mostrados no Anexo A.

O grau de exposição financeira das corporações também pode ser explicitado pelo comprometimento do montante total de receitas com o pagamento de juros e dividendos. As parcelas mais expressivas das receitas despendidas com juros foram verificadas entre as corporações americanas, refletindo seu maior nível de endividamento. Em diversos anos, ultrapassaram 5% para GM e Ford. A venda da GMAC impactou as receitas brutas, mas, sobretudo, as despesas financeiras, reduzindo-se bastante a relação de 2006 para 2007 na GM. Entre as demais companhias, o peso do pagamento de juros mostrou-se menos significativo. Em alguns casos, observaram-se receitas financeiras líquidas, como em Honda, Hyundai, Daimler e Volkswagen (Tabela 9).

Tabela 9 – Participação dos juros e dividendos nas receitas totais*, por montadora, 2000-2009 (%)

Juros (% receitas brutas)								
	Daimler	Fiat	Ford	GM	Honda	Hyundai	Toyota	Volkswagen
2000	0,1	-1,0	-5,5	-5,2	-	2,3	-	-0,4
2001	0,1	-1,1	-6,2	-4,8	-	1,4	-	-1,1
2002	1,5	-1,2	-5,4	-4,1	-	0,4	-	-0,9
2003	-2,1	-1,9	-4,7	-5,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,3
2004	-0,8	-1,3	-4,1	-6,2	0,0	0,0	-0,1	-0,6
2005	0,1	-1,8	-4,3	-8,2	0,0	-0,2	-0,1	-1,1
2006	0,4	-1,1	-5,5	-8,2	0,2	-0,4	-0,1	-0,2
2007	0,5	-1,0	-6,3	-1,7	0,3	-0,6	-0,2	0,4
2008	0,1	-1,6	-6,6	-1,7	0,3	-0,3	-0,2	0,2
2009	-1,0	-1,5	-5,8	-5,9	0,2	-1,0	-0,2	-0,6
Dividendos (% receitas brutas)								
	Daimler	Fiat	Ford	GM	Honda	Hyundai	Toyota	Volkswagen
2000	-1,5	-0,6	-1,6	-0,7	-	-0,8	-	-0,4
2001	-1,5	-0,6	-1,2	-0,7	-	-0,4	-	-0,5
2002	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6	-	-0,6	-	-0,6
2003	-1,1	0,0	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	-0,7	-0,6
2004	-1,1	0,0	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,8	-0,5
2005	-1,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-0,4
2006	-1,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	-0,6	-1,2	-0,4
2007	-1,6	-0,5	-	-0,3	-1,3	-0,5	-1,4	-0,5
2008	-2,1	-0,9	-	-0,2	-1,4	-0,5	-1,6	-0,6
2009	-0,8	-0,1	-	-0,1	-1,5	-0,3	-2,1	-0,8

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do demonstrativo de resultados e dos fluxos de caixa das corporações, apresentados no Anexo A.

* Receitas (ou despesas) financeiras, tratadas como recebimento ou pagamento de juros, e pagamento de dividendos, ambos como proporção das receitas totais da corporação.

Notas: (1) resultados “0,0” referem-se a valores negativos com algarismos significativos a partir da segunda casa decimal. Quando inexistem os valores para determinados anos, utiliza-se “-”. (2) para a Daimler, a partir de 2007, dados apenas do Daimler Group; antes, dados referentes à DaimlerChrysler. (3) em 2009, a GM sofreu reestruturação. Consideraram-se os resultados somados da companhia predecessora, até 09/07/2009, e sucessora, de 10/07/2009 em diante.

O pagamento de dividendos, como proporção das receitas, mostrou-se, em geral, inferior às despesas financeiras líquidas e com poucas diferenças entre as corporações. O baixo dispêndio relativo com dividendos, inclusive declinante, entre as companhias americanas provavelmente resultou de suas condições de maior fragilidade financeira e menor rentabilidade no período. Somente a Daimler (incluindo o período DaimlerChrysler) manteve pagamentos de dividendos superiores a 1% das receitas em diversos anos. Isso se observou recentemente entre as japonesas Honda e Toyota, que aumentaram os gastos com dividendos acima da elevação das receitas, na estratégia de gerar valor ao acionista (Tabela 9).

Vinculado a esse aspecto, percebe-se que a emissão líquida de ações foi negativa para muitas empresas em vários momentos ao longo da década, com processos de recompra mais significativos na Toyota e, em menor escala, Honda (Anexo A). Tal prática, comum às corporações americanas desde a década de 1980, passou a ser frequentemente adotada por outras companhias nos últimos anos para manter o preço das ações e os retornos, como o ROE e o LPA, elevados, além da possibilidade de fomentar um maior pagamento de dividendos. Para os grupos analisados, em geral, quando mais ações foram recompradas do que emitidas, o volume negociado tendeu a ser maior e, quando mais ações foram emitidas do que recompradas, o volume tendeu a ser menor, indicando que esta se constituiu no período muito mais um ajuste de rentabilidade e de estoque diante das exigências dos mercados financeiros do que uma importante fonte de financiamento dos investimentos.

2.2.2. O financiamento do investimento

A abordagem teórica discutida no capítulo 1 enfatizou, sobretudo, o financiamento do investimento, apontando para a necessidade de complementaridade de recursos internos e externos à firma na condução das atividades de ampliação ou criação de capacidade produtiva. O crédito – bancário ou obtido via mercado de capitais – potencializa a realização de investimentos, bem como de qualquer atividade produtiva ou de consumo em uma economia capitalista. A existência de fundos próprios permite à empresa, por um lado, acessar novas fontes de recursos externos, dada a percepção dos emprestadores de sua maior hígidez financeira, e, por outro, ao utilizar parcela de seu capital acumulado não acompanhado por um excesso de endividamento, a expõe a um menor grau de fragilidade financeira.

Na indústria automobilística, conforme tratado na seção 2.1, observaram-se algumas transformações produtivas que afetaram a dinâmica concorrencial e de financiamento, tanto da produção como do investimento. A relação entre montadoras e fornecedores, com sua maior participação na linha de montagem, foi abordada anteriormente. Todavia, restam alguns aspectos concernentes ao investimento. Com a formação de redes globais de produção em um movimento de internacionalização produtiva, isto é, de expansão global das corporações e de realização de investimentos em diversas regiões, o financiamento do investimento teve sua dinâmica alterada, uma vez que a institucionalidade de cada país ou região onde o investimento é conduzido condiciona seu financiamento, em especial mediante os distintos canais de obtenção de recursos à disposição das montadoras em cada localidade. Ademais, dentro dessa lógica de composição de uma rede de produção mundial e da modificação das relações matriz-filial em conformidade às estratégias da corporação em âmbito global, ocorreu uma intensificação dos fluxos intracorporação. Sob essa perspectiva, destacam-se não apenas os fluxos comerciais, mas também os financeiros, atinentes, por exemplo, à remessa de lucros e dividendos, bem como aos empréstimos matriz-filial para financiar novos investimentos (produtivos e financeiros). As matrizes podem repassar recursos próprios para suas filiais ou ainda captados nos mercados financeiros domésticos, em que geralmente se obtêm taxas de juros menores e condições de pagamento mais favoráveis, reflexos de sua situação financeira e da profundidade e liquidez dos mercados naqueles países.

A fim de examinar a composição das fontes de financiamento de longo prazo, toma-se a evolução dos recursos internos (lucros retidos) e externos à firma (ações, empréstimos de longo prazo e notas e títulos de longo prazo) em relação ao endividamento superior a um ano, retratado pelo passivo exigível a longo prazo (Figura 7). Ainda que nem toda a dívida de longo prazo seja contraída para investimentos em capital fixo, uma vez que pode ser destinada a várias outras formas de aplicação ou constituir parte de um processo de reestruturação financeira da corporação, na tentativa de alongar o endividamento¹⁰¹, é razoável supor que parcela desse estoque de dívida seja referente a investimentos produtivos. Nesse sentido, podem-se observar algumas semelhanças e diferenças entre as empresas.

¹⁰¹ A maior parte das dívidas de longo prazo representadas por notas e títulos foi resultante das atividades de serviços financeiros. Constituíam, em grande medida, formas de captação de recursos de longo prazo, geralmente a taxas menores, pelos braços financeiros das montadoras, a fim de alavancar suas operações de financiamento de veículos.

Por se tratar de grandes corporações, com acesso a mercados financeiros amplos e profundos, a participação de notas e títulos de longo prazo tendeu a ser expressiva em seu conjunto de dívidas de longo prazo, mais do que os empréstimos bancários. Elas, inclusive, poderiam utilizar essa fonte de captação para alongar sua dívida, no sentido proposto por Keynes. Além disso, ressalta-se a parcela significativa referente aos lucros retidos, evidentemente quando a rentabilidade, analisada na subseção anterior, mostrou-se elevada. A participação do capital acionário em relação ao endividamento de longo prazo, por sua vez, foi pequena, constituindo a fonte menos relevante na captação de recursos externos.

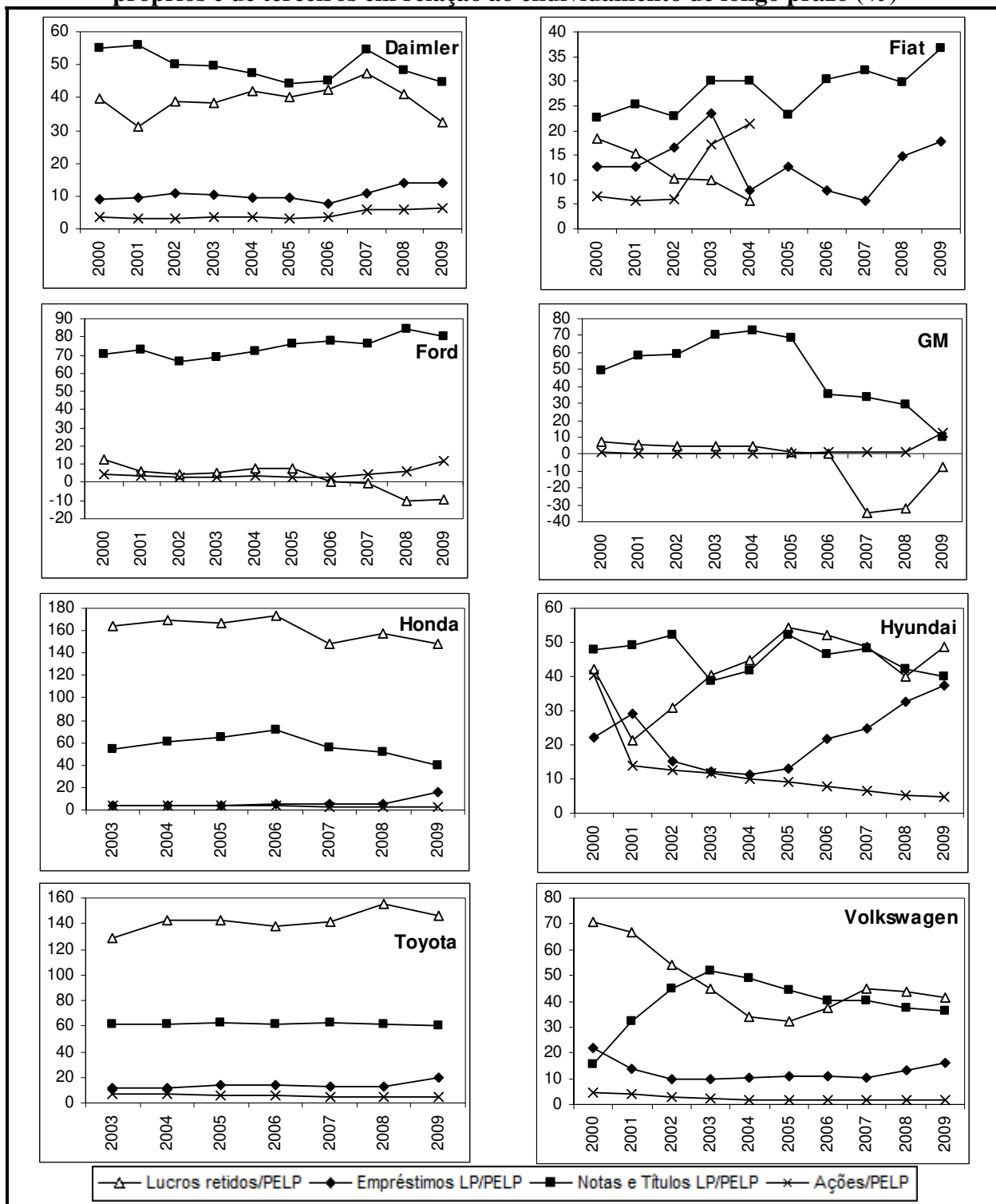
Entretanto, podem-se notar distintos padrões entre as empresas. Toyota e Honda apresentaram uma estrutura das fontes de financiamento bastante semelhante. O padrão das empresas japonesas caracterizou-se por uma elevada parcela de lucros retidos, resultante da rentabilidade e expansão das atividades e dos mercados nos últimos anos. O montante acumulado de fundos próprios foi muito superior ao total de dívidas de longo prazo. Isso significaria a existência de recursos internos suficientes para cobrir todas essas dívidas, nas quais se incluíam aquelas referentes aos investimentos. Ademais, sinalizava para uma folga financeira de tais empresas. Com participação menor, porém importante, encontravam-se as notas e títulos de longo prazo. Os empréstimos bancários também foram utilizados, em menor medida, e pouco se recorreu ao capital acionário.

Outro padrão pode ser verificado com a sul-coreana Hyundai e as europeias, sobretudo, alemãs Volkswagen e Daimler (mesmo no interregno DaimlerChrysler). Nelas, a combinação recursos próprios e recursos externos obtidos mediante mercado de capitais pareceu mais intensa. Os lucros retidos em relação às dívidas de longo prazo foram menos expressivos que nas empresas japonesas. Aproximaram-se da parcela de notas e títulos de longo prazo. Recorreu-se, em menor grau, aos empréstimos bancários, que cresceram, especialmente na Hyundai, e, por último, à emissão de ações. A italiana Fiat se distinguiu um pouco desse cenário pela baixa relevância dos lucros retidos. Deve-se frisar, contudo, que o breve período retratado correspondeu a uma severa crise vivenciada pela montadora, com o risco de venda de seu segmento automotivo. A composição foi, de modo geral, dependente de empréstimos e ações, mas principalmente de notas e títulos, embora com menor dispersão do que nas demais companhias.

Um terceiro padrão pode ser delineado a partir das corporações americanas, cuja interpenetração entre o capital financeiro e o produtivo, conforme visto anteriormente, era maior. Houve uma nítida dependência do mercado de capitais, mais desenvolvido nos Estados Unidos e também acessado em outras praças financeiras. Vale frisar que a parcela de notas e títulos inclui empréstimos bancários, o que não permite uma avaliação mais apurada. Dadas as características do mercado americano e o próprio comportamento nas outras empresas, uma suposição bastante razoável era de que o peso de notas e títulos no endividamento de longo prazo fosse maior do que o de empréstimos bancários. Como nos demais casos, o capital acionário não se mostrou significativo e os lucros retidos equivaleram a uma parcela muito pequena do endividamento de longo prazo, o principal fator destoante em relação aos outros padrões. Cabe a ponderação de que se tratava, tal como explicitado nos diversos indicadores, de um cenário adverso para essas companhias, em situação de fragilidade financeira, em especial, na segunda metade da década.

Pode-se complementar essa análise com a evolução dos fluxos de investimento e de emissão líquida de dívida de longo prazo (Figura 8). Em todos os anos, ocorreu a realização de novos investimentos, porém, excetuando-se as montadoras asiáticas (e a Fiat a partir de 2005), com tendência decrescente. Em 2009, como efeito da crise, os investimentos se reduziram em todas as companhias, em relação ao ano anterior. Constata-se ainda que os maiores fluxos de investimento foram da Toyota e das empresas americanas (incluindo DaimlerChrysler), em geral, acima de US\$ 10 bilhões e entre US\$ 5 bilhões e US\$ 10 bilhões, respectivamente. Os investimentos das outras montadoras foram, em média, menores. Porém, ao se ponderar os investimentos pelo tamanho da firma, isto é, pelo volume de seus ativos, os gastos em capital produtivo efetuado pelas americanas foram menos expressivos do que das demais montadoras.

Figura 7 – Fontes de financiamento de grupos automobilísticos selecionados: recursos próprios e de terceiros em relação ao endividamento de longo prazo (%)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço das corporações, apresentados no Anexo A.

Notas: (1) PELP = Passivo exigível a longo prazo. (2) descontinuidade das séries de lucros retidos e ações da Fiat a partir de 2005, devido à mudança na metodologia de apresentação dos resultados, sem abertura de seu patrimônio líquido. (3) não consta a linha referente a empréstimos para Ford e GM, uma vez que a categoria “notas e títulos” inclui os empréstimos bancários, não discriminados pelas corporações.

Quanto às fontes de financiamento, cabem algumas considerações. Apenas as japonesas Toyota e Honda e a sul-coreana Hyundai (exceto em 2004) apresentaram, em todo o período, fluxo positivo de emissão líquida de dívida de longo prazo (incluindo empréstimos bancários, notas, títulos etc.), isto é, a emissão de novas dívidas superou o pagamento de parcela de dívidas antigas. Nessas empresas, ao longo da década, seguindo o passo da elevação do investimento, ampliou-se consideravelmente a tomada de novas dívidas, bem como, mas em menor grau, o pagamento de antigas. A tomada de novos recursos de terceiros, inclusive, foi maior do que os fluxos de investimento. Com esse crédito, poderiam ser financiados os novos investimentos, mas nem todo aumento da dívida é destinado a essa finalidade, além de o potencial dessas empresas, sobretudo japonesas, de se financiar por recursos internos, conforme discutido, ser alto¹⁰².

Nas europeias e americanas (exceto na Ford), predominaram os fluxos de emissão de novas dívidas, embora houvesse momentos de volume de pagamentos superior ao de contratação de novo endividamento. Com menor frequência ainda, como ocorreu na Volkswagen, Fiat e GM em alguns anos, o fluxo de emissão de dívidas foi inferior ao de investimentos. Nesses casos, a dívida de longo prazo tomada no respectivo ano, mesmo que fosse totalmente vinculada ao investimento, seria insuficiente para financiá-lo, tornando nítida a complementação por outras fontes de recursos, notadamente recursos internos. Logicamente, a proporção do investimento financiada por cada fonte torna-se de difícil mensuração, até porque cada plano de investimento pode estar atrelado a distintas formas de captação, considerando-se a situação financeira da própria corporação e os condicionantes conjunturais, com acesso favorável a determinadas fontes, dependendo, inclusive, do país em que o investimento é realizado. De todo modo, o montante de dívidas emitidas e pagas pelas corporações americanas mostrou-se substancialmente maior do que em outras companhias, refletindo seu excesso de endividamento, mais direcionado a aspectos financeiros do que à ampliação da capacidade produtiva (Figura 8). Outra forma de

¹⁰² A Toyota lista em seus relatórios financeiros anuais os investimentos realizados por triênio e programados para o exercício seguinte. Praticamente todos aparecem como financiados por recursos internos, com exceção de investimentos em veículos financiados sob a forma de *leasing* pela *Toyota Motor Credit Corporation*, que em alguns períodos representavam aproximadamente metade dos investimentos totais e eram adquiridos mediante combinação de recursos internos e externos (sobretudo, empréstimos), embora não fossem explicitadas as proporções. A expansão da linha de produção da Kanto Auto Works, subsidiária de autopeças da Toyota, no Japão entre 2005 e 2006 também estava prevista para ser efetuada por empréstimos e fundos internos. Mais recentemente, os investimentos realizados em equipamentos e fábricas no Japão para adequação às mudanças nos modelos de veículos, nos triênios de abril/2006 a março/2009 e abril/2007 a março/2010, que corresponderam a 22,6% e 21,5%, respectivamente, dos investimentos totais, foram financiados por recursos internos e lançamento de títulos. Para o período 2009-2010, previam-se investimentos em plantas produtivas japonesas financiadas por essa combinação de recursos equivalentes a 57,5% do total. Isso apontava para o potencial interno de acumulação e financiamento da companhia, bem como para a utilização de um *mix* de recursos, especialmente em casos de investimentos envolvendo maiores montantes de capital.

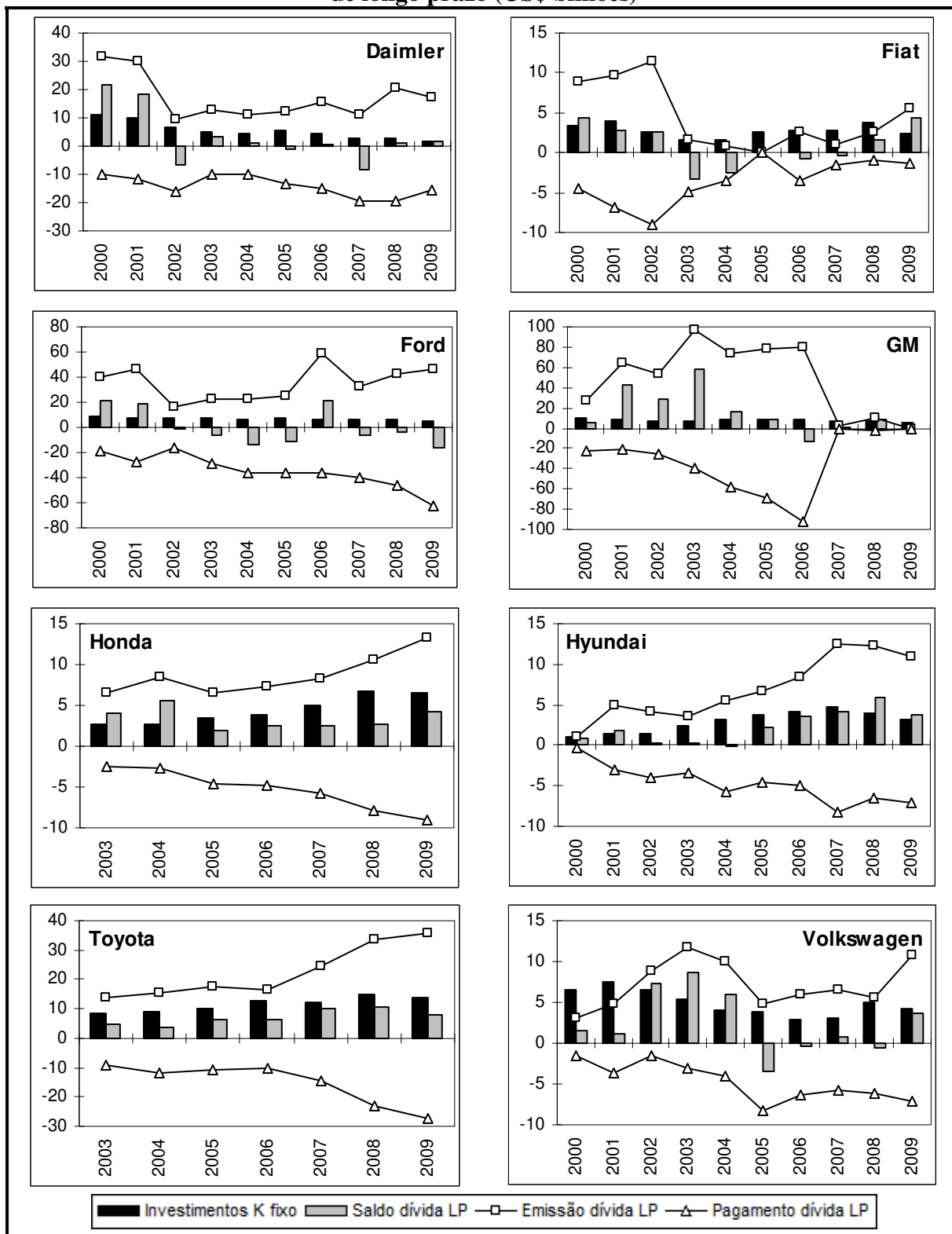
financiamento dos investimentos seria a captação via emissão de ações. Porém, conforme salientado, o movimento de recompra de ações no período foi maior, um indicativo da lógica de valorização financeira presente nas corporações.

Um aspecto adicional para se pensar o financiamento do investimento consiste nas despesas efetuadas com depreciação, uma vez que podem se constituir uma fonte de recursos para os grupos. A depender das regras tributárias e contábeis dos distintos países ao longo dos anos¹⁰³, deduzem-se dos impostos a pagar os gastos com depreciação, que se configuram como recursos em caixa e, portanto, fundos que podem financiar diversas atividades das corporações, incluindo o investimento. Apesar de o conjunto de despesas com depreciação e amortização não ser discriminado, é possível observar diferenças entre as companhias quanto aos fluxos anuais de investimento e dessas despesas (Figura 9). Enquanto nas americanas (GM¹⁰⁴, Ford e mesmo DaimlerChrysler) os dispêndios com depreciação e amortização foram bastante superiores aos gastos com investimentos, não se verificou o mesmo comportamento entre as demais, particularmente, em Honda e Hyundai. Isso representaria a existência em caixa de maior volume de recursos líquidos mediante dedução tributária nas corporações americanas, que poderiam ser destinados a atividades variadas. Nessas companhias, como o montante desses recursos superou fortemente o de investimentos, haveria indícios para supor que, mais do que uma fonte para efetuar a reposição do capital fixo, esses recursos líquidos tenham sido, em grande medida, direcionados para suas operações financeiras, manifestando, sob outro ângulo, a presença da lógica financeira na dinâmica desses grupos.

¹⁰³ A respeito dos métodos de depreciação do capital nos EUA, consultar IRS (2009). Deve-se ressaltar que em 2008 (com o *Economic Stimulus Act*) e 2009 (com o *American Recovery and Reinvestment Act*), como medida de estímulo diante da crise e de condições de liquidez deterioradas para diversas empresas americanas, adotou-se a *bonus depreciation deduction*, uma forma de depreciação acelerada do capital fixo, permitindo uma dedução tributária imediata de 50% do custo do ativo (*White House*, 2010; Leone, 2009).

¹⁰⁴ Segundo os relatórios financeiros da corporação, utiliza-se para a depreciação de capital fixo adquirido a partir de 1 de janeiro de 2001 o *straight-line method*, que distribui em parcelas iguais os custos ao longo da vida útil do ativo. Para ativos mais antigos, vigoravam métodos de depreciação acelerada.

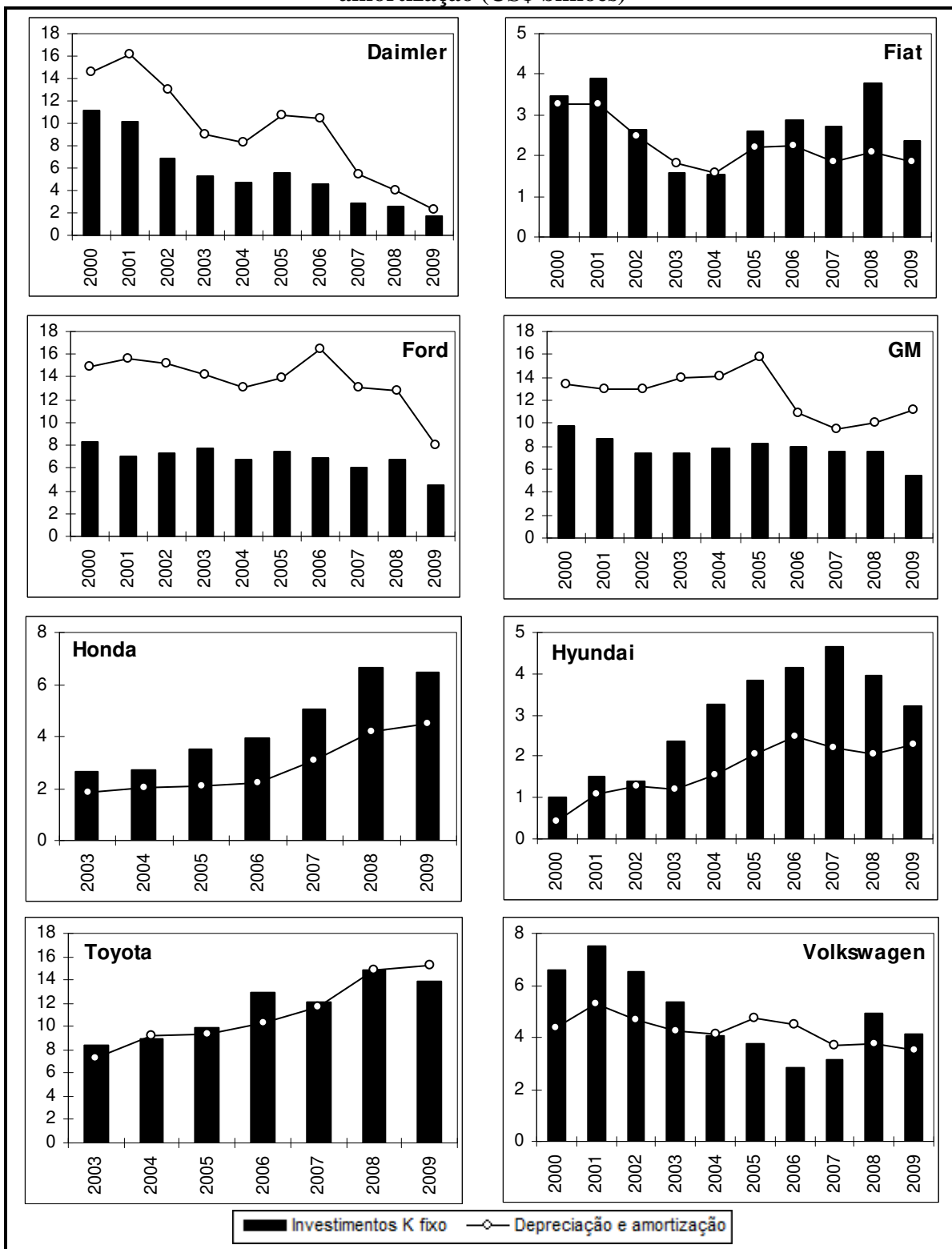
Figura 8 – Fluxo anual de investimento em capital fixo e de emissão e pagamento de dívidas de longo prazo (US\$ bilhões)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de fluxos de caixa das corporações, apresentados no Anexo A.

Nota: saldo de dívidas de longo prazo corresponde à diferença entre os fluxos de emissão e de pagamento de dívidas de longo prazo.

Figura 9 – Fluxo anual de investimento em capital fixo e de despesas com depreciação e amortização (US\$ bilhões)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de fluxos de caixa das corporações, apresentados no Anexo A.

2.2.3. O financiamento da inovação

Conforme discutido no primeiro capítulo, a inovação – entendida em sentido amplo – constitui um elemento fundamental da estratégia das empresas. Mesmo estruturas oligopolistas, como a indústria automobilística, exigem permanentes desenvolvimentos de produtos e processos (produtivos e organizacionais), a fim de manter ou criar vantagens competitivas que permitam a seu detentor ostentar sua posição de mercado ou expandir-se para outros mercados (i.e. diversificar-se). Esse entendimento da inovação permeia toda a pesquisa, uma vez que se trata de uma imposição do próprio *modus operandi* do sistema, mediante a concorrência capitalista. Em diversos momentos, discutiram-se temas relativos a padrões produtivos, estratégias empresariais, diversificação de mercados e internacionalização etc.

Nesta seção, todavia, o enfoque para a inovação é mais restrito. Trata-se do desenvolvimento de novas tecnologias, fator decisivo dentro da concorrência estabelecida na indústria automobilística e uma das fontes de competitividade e crescimento das empresas. O processo de inovação tende a se concentrar nas matrizes. Há, contudo, movimentos de maior autonomia de algumas filiais¹⁰⁵. Isso reflete, por um lado, uma integração mais profunda entre matriz e filiais e, por outro, uma trajetória recente de internacionalização dos centros de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). Embora em proporção ainda bastante inferior à internacionalização produtiva, a dispersão dessas unidades ao redor do globo – ou, simplesmente, uma relativa autonomia decisória de filiais instaladas em mercados relevantes – tem se intensificado, mesmo distante da matriz, desenvolvendo capacidades tecnológicas importantes para assegurar determinados mercados e aproveitando vantagens de localização¹⁰⁶.

O Gráfico 6 aponta os gastos em P&D realizados, no setor automotivo¹⁰⁷, por filiais estrangeiras nos Estados Unidos, por filiais americanas no exterior e por empresas americanas domesticamente, entre 2000 e 2006. Ainda que esta se apresentasse como principal modalidade de gasto, com montantes em torno de US\$ 16 bilhões e US\$ 18 bilhões, não se pode omitir a evolução crescente dos demais fluxos, em especial dos gastos em P&D de filiais americanas no exterior, que alcançaram US\$ 7,75 bilhões em 2006. Tal como esperado, permaneceram relevantes os desembolsos efetuados pelas matrizes em seus países de origem, indicando uma

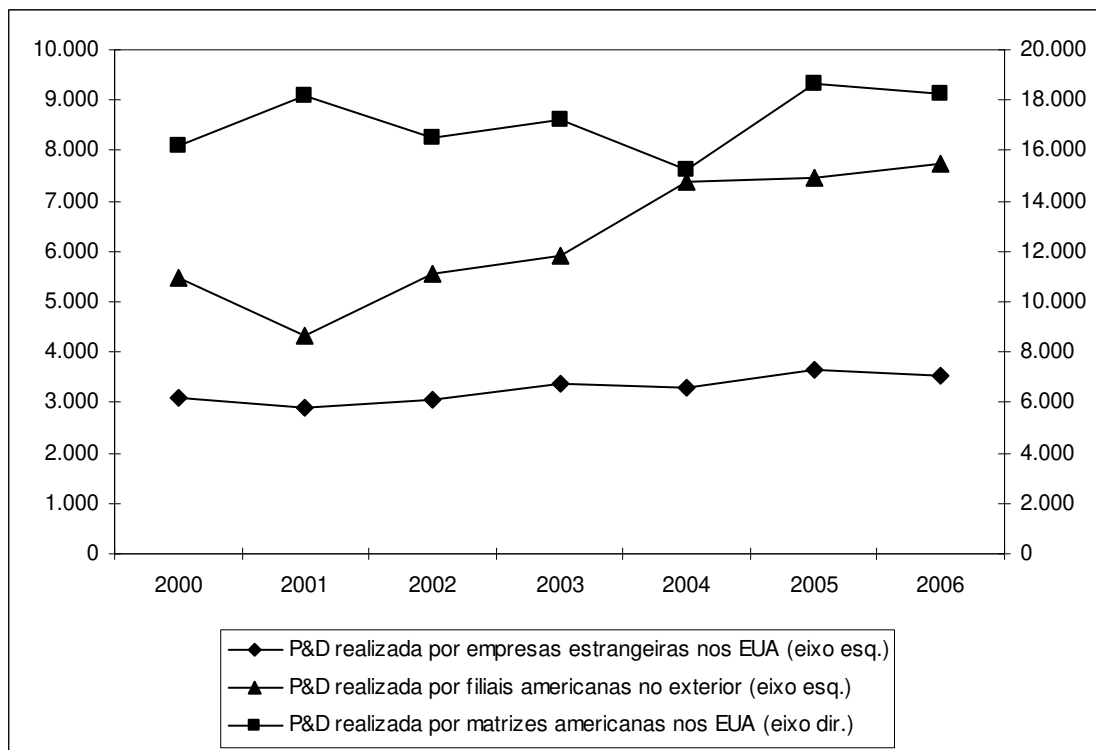
¹⁰⁵ As filiais brasileiras da GM e da Ford, por exemplo, passaram a assumir incumbências antes restritas às suas matrizes nos EUA, como o comando de projetos de engenharia em outros países e a independência no desenvolvimento de produto, respectivamente (Olmos, 2006).

¹⁰⁶ Para mais detalhes, ver Gomes (2006), Moavenzadeh (2006) e Borghi (2007).

¹⁰⁷ A desagregação dos dados dificilmente permite a análise apenas das montadoras. Como os fornecedores constituem importantes elementos da cadeia produtiva e tecnológica, são também incluídos na pesquisa.

concentração bastante significativa dessas atividades acerca da matriz. Porém, também se constatou um movimento de dispersão desses gastos, com papel crescente desempenhado pelas filiais em outras localidades.

Gráfico 6 – P&D realizada por modalidade de empresa no setor automotivo (US\$ milhões)



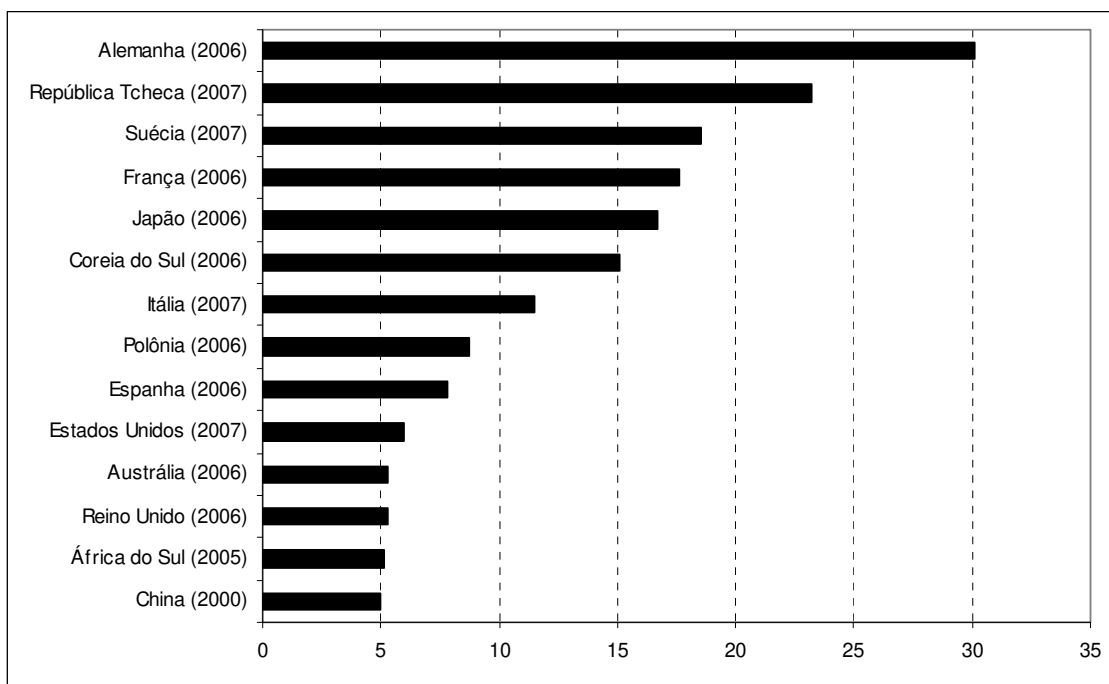
Fonte: elaboração própria com base nos dados da NSB (2010).

A complexidade envolvida na fabricação de um veículo e na sua composição (partes, peças e componentes) torna o setor automotivo um importante núcleo de promoção e absorção de tecnologia. Cada vez mais, incorporam-se aos veículos e aos métodos de produção os avanços nas áreas de eletrônica e tecnologias de informação e comunicação. Isso se manifesta na crescente utilização de eletrônica embarcada nos sistemas automotivos, que controla inúmeras funções do veículo, tais como aceleração, frenagem, tração, estabilidade, injeção eletrônica, sistemas de combustão, dirigibilidade, segurança¹⁰⁸, navegação, telemática, entretenimento etc. (Carvalho, 2008). Nesse sentido, o setor impulsiona a pesquisa e o desenvolvimento de alternativas tecnológicas, inclusive em outros segmentos, incorporando esses avanços.

¹⁰⁸ Há o desenvolvimento de tecnologias a fim de promover uma interface crescente entre os veículos e os sistemas de telecomunicações e, com isso, proporcionar maior segurança a condutores e passageiros. A questão da segurança constitui uma das principais diretrizes tecnológicas do setor (Eucar, 2009).

O Gráfico 7 destaca a importância da indústria automotiva na condução de atividades de P&D¹⁰⁹. Na Alemanha, em 2006, os gastos de P&D no setor representaram 30% dos gastos totais efetuados no país em P&D. Em República Tcheca, Suécia, França, Japão e Coreia do Sul, os desembolsos no setor também foram expressivos, superando 15% do total gasto em P&D em todos os setores. Isso refletia, conforme aponta a NSB (2010, p.4-39), as operações de montadoras, como Daimler e Volkswagen na Alemanha, Skoda na República Tcheca, Volvo e Saab na Suécia, PSA e Renault na França, Toyota, Honda e Nissan no Japão, e Hyundai e Kia na Coreia do Sul. De acordo com dados apresentados por Guevara *et al.* (2010)¹¹⁰, os gastos com P&D do setor estiveram concentrados no conjunto de países da União Europeia, seguidos por Japão e Estados Unidos. Do total de gastos no âmbito da UE e no Japão, 22% e 26%, respectivamente, foram realizados por fabricantes de veículos e partes, sendo a indústria automotiva a principal a investir em P&D nessas localidades. Nos EUA, essa participação foi de apenas 7% (no Gráfico 7, em 2007, 6%).

Gráfico 7 – Participação dos gastos de P&D na indústria automotiva em relação a todos os setores, por país, diversos anos (%)



Fonte: elaboração própria com base nos dados da NSB (2010).
Nota: anos indicados entre parênteses.

¹⁰⁹ Ver também Unctad (2005). OCDE (2009) apresenta dados de gastos em P&D para diversos anos, por setor, sobretudo de países pertencentes à organização.

¹¹⁰ Utilizaram-se no relatório informações disponíveis até 03/08/2010.

O menor peso relativo demonstrado pelo setor automotivo nos EUA¹¹¹ pode resultar, por um lado, de menor dinamismo das empresas americanas nos anos recentes e, por outro, da participação de outros setores com gastos importantes em atividades relacionadas ao desenvolvimento de tecnologias. Dados da Tabela 10 contribuem para essas hipóteses, uma vez que empresas americanas do setor, como GM e Ford, reduziram seus gastos em P&D, principalmente após 2007/2008 com a eclosão da crise, e não encabeçaram, como ocorreu com a Volkswagen na Alemanha e a Toyota no Japão, a lista das empresas do país que mais investiram em P&D (no caso da Toyota, também líder mundial em 2009/2010), sinalizando a existência de empresas de outros setores, cujos gastos nessas atividades foram expressivos. Segundo dados mostrados por Guevara *et al.* (2010), destacavam-se, como maiores investidores em P&D nos EUA, os setores de fármacos e biotecnologia (24%), *hardware* e equipamentos tecnológicos (24%) e *software* e serviços computacionais (16%).

Outros indicadores da Tabela 10 corroboram a relevância do setor automotivo na realização de atividades inovadoras. Dentre as mil empresas que mais investiram em P&D no mundo em 2009/2010, 72 pertenciam ao setor automotivo e estas respondiam por cerca de 16% dos US\$ 556 bilhões gastos no período pelo total de empresas. As dez principais empresas do setor, por gasto em P&D no referido período, figuravam entre as quarenta principais companhias do *ranking* de mil empresas¹¹². Apenas elas, com desembolsos de quase US\$ 58 bilhões, representavam mais de 10% dos gastos totais das mil empresas e 65% dos gastos do setor automotivo, indicando uma concentração das atividades de P&D em volume significativo em poucas e grandes empresas. Seus gastos em P&D giraram, em média, próximos a 5,5% das vendas, superiores à média do setor (4,7%) e das mil empresas de diversos setores (3,6%), ainda que a média seja distorcida pelo desempenho da Bosch (com gastos em P&D equivalentes a 9,4% de suas vendas).

¹¹¹ Vale frisar uma especialização regional das atividades de P&D dentro dos Estados Unidos. O setor automotivo, por exemplo, respondeu por 74,8% de todos os gastos empresariais em P&D realizados em 2007 no Estado de Michigan, onde se localizam as matrizes das montadoras americanas. Na Califórnia, 33% dos gastos foram efetuados pelo setor de informática e produtos eletrônicos. Mais detalhes em NSB (2010).

¹¹² Outras classificações com as empresas que mais investiram em P&D no mundo e na União Europeia podem ser encontradas em Guevara *et al.* (2010).

Tabela 10 – Gastos de empresas do setor automotivo em P&D

Empresas (país de origem)	Períodos (gastos em US\$ milhões*)				
	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007	2005/2006
Toyota (Japão)	9.711,6	10.300,3	9.568,8	8.729,5	8.111,8
Volkswagen (Alemanha)	8.307,7	8.502,8	7.063,7	6.083,7	5.846,9
General Motors (EUA)	6.068,0	8.000,0	8.100,0	6.600,0	6.700,0
Honda (Japão)	6.049,9	6.315,9	5.927,9	5.482,6	5.024,6
Daimler (Alemanha)	5.974,6	6.367,8	7.013,4	7.509,9	7.951,8
Bosch (Alemanha)	5.133,8	5.618,8	5.108,0	4.875,5	4.205,5
Ford (EUA)	4.900,0	7.300,0	7.500,0	7.200,0	8.000,0
Nissan (Japão)	4.892,8	4.914,3	4.993,3	4.807,9	4.276,9
BMW (Alemanha)	3.512,5	4.109,4	4.511,1	4.602,9	4.469,5
PSA (França)	3.320,2	3.403,4	2.975,8	3.120,8	3.086,3
Subtotal	57.871,0	64.832,6	62.762,1	59.012,8	57.673,4
Total do setor	89.025,7	100.522,4	95.827,1	89.557,9	87.055,2
Total 1.000**	555.552,6	566.065,6	522.033,4	472.918,0	428.749,4

Empresas (país de origem)	Período 2009/2010				
	% das vendas***	% do total de gastos do setor	% do total de gastos das mil empresas	Posição no ranking P&D 1.000**	Posição entre as empresas de seu país de origem
Toyota (Japão)	4,4	10,91	1,75	1	1
Volkswagen (Alemanha)	5,7	9,33	1,50	4	1
General Motors (EUA)	5,3	6,82	1,09	12	4
Honda (Japão)	5,6	6,80	1,09	13	2
Daimler (Alemanha)	5,3	6,71	1,08	14	3
Bosch (Alemanha)	9,4	5,77	0,92	21	4
Ford (EUA)	4,1	5,50	0,88	23	9
Nissan (Japão)	5,4	5,50	0,88	24	5
BMW (Alemanha)	5,1	3,95	0,63	35	6
PSA (França)	4,8	3,73	0,60	39	3
Subtotal	5,5	65,00	10,42		
Total do setor	4,7	100,00	16,02		
Total 1.000**	3,6		100,00		

Fonte: elaboração própria com base nos dados do *Department for Business Innovation & Skills*, do Reino Unido – BIS (2010).

Nota: na Tabela, estão listadas as dez principais empresas em gastos em P&D do setor automotivo, que inclui montadoras e fornecedores de partes e peças. O total do setor corresponde às 72 empresas do ramo presentes no ranking das mil empresas que mais investem em P&D no mundo.

* Valores convertidos de libra para dólar, de acordo com a taxa de câmbio de 1,6149 dólar por libra, vigente em 31/12/2009 e apresentada no relatório BIS (2010).

** Mil empresas que mais investem em P&D no mundo.

*** O subtotal da percentagem das vendas refere-se à média dos gastos em P&D como percentagem das vendas das dez empresas apresentadas.

Observa-se, ademais, uma evolução mais favorável dos gastos em P&D em empresas japonesas e europeias, distintamente das americanas do setor. Cabe sublinhar que um dos elementos centrais da inovação na indústria automobilística refere-se ao desenvolvimento de formas alternativas de propulsão, originando veículos híbridos, veículos com células de

combustível ou ainda com motor elétrico. Ou seja, de veículos motorizados não baseados no consumo de combustíveis fósseis, visando concebê-los com tecnologias menos poluentes e nocivas ao meio ambiente (Eucar, 2009). Este direcionamento foi dado, primeiramente, pelas montadoras japonesas no desenvolvimento de seus produtos – veículos de menor porte e menor consumo de energia – e seguido, posteriormente, pelas americanas. Vale destacar que a regulamentação estatal no setor também se manifesta nesse quesito, pois cada região possui normas, por exemplo, de segurança e emissão de poluentes, para adequação dos fabricantes¹¹³.

Os gastos em 2009/2010 das cinco empresas europeias listadas na Tabela 10 corresponderam a quase 30% do total do setor, seguidos por 23% das *Big Three* japonesas e 12% das duas americanas. Ainda que todas tenham sido afetadas pela crise, conforme verificado pela redução dos gastos realizada pelas empresas entre 2008/2009 e 2009/2010, os cortes mais expressivos foram efetuados pelas companhias americanas: queda de 24% na GM e 33% na Ford, em relação ao período anterior, ou seja, bastante superior à diminuição média dos gastos do setor (11%) e de outras montadoras, como Toyota (6%) e Volkswagen (2%).

Em face aos desafios colocados pela concorrência – inclusive, em termos de posicionamento diante de possibilidades de mercados futuros que se vislumbram e que ainda estão por se consolidar, como no caso dos modos alternativos de propulsão –, as grandes empresas precisam efetuar constantemente gastos em P&D, não apenas para aperfeiçoar produtos e processos no presente, mas também como forma de antecipar as tendências do mercado. Como isso geralmente envolve volumes elevados de capital, tende-se a recorrer a várias opções de financiamento.

A Tabela 11 apresenta algumas fontes de fundos destinados às atividades de P&D realizadas por corporações de diversos setores nos Estados Unidos. Do total de recursos, a maioria foi direcionada ao setor industrial (cerca de 70% entre 2004 e 2007). O mesmo se verificava tomando-se apenas os fundos das empresas e de outras fontes, exceto recursos federais. Ao se considerar somente os recursos federais, notava-se uma crescente destinação relativa para o setor não industrial, que envolvia basicamente serviços, construção e setor primário. Em 2003, 26% dos fundos federais foram orientados ao setor não industrial e, em 2007, essa participação atingiu 32%. Sob outro enfoque, observava-se que 90% dos recursos do setor industrial provinham de fundos das empresas e de outras fontes não federais. Essa participação já fora

¹¹³ Sobre a institucionalidade envolvida em diferentes países, inclusive com programas de apoio governamental em várias frentes de inovação no setor, ver Arnold *et al.* (2007).

superior no setor não industrial (94% em 2003), porém declinou, alcançando cerca de 90% em 2006 e 2007. Disso constata-se que, embora as fontes federais de recursos para atividades inovadoras tivessem relevância, as outras formas de obtenção de recursos, incluindo os recursos das próprias empresas, eram mais significativas.

Tabela 11 – Fundos para P&D nos Estados Unidos, 2003-2007 (US\$ milhões)

Modalidade	Setor	2003	2004	2005	2006	2007
Total de fundos	Todos os setores	200.724	208.301	226.159	247.669	269.267
	Setor industrial	120.858	147.288	158.190	171.814	187.477
	Setor automotivo	n.d.	15.677	n.d.	n.d.	n.d.
	Setor não industrial	79.866	61.013	67.969	75.855	81.790
Fundos da empresa e outras fontes não federais	Todos os setores	182.926	188.035	204.250	223.365	242.682
	Setor industrial	107.725	131.887	142.555	155.230	169.307
	Setor automotivo	16.874	15.610	16.025	16.562	16.034
	Setor não industrial	75.201	56.148	61.695	68.135	73.375
Fundos federais	Todos os setores	17.798	20.266	21.909	24.304	26.585
	Setor industrial	13.133	15.401	15.635	16.584	18.170
	Setor automotivo	n.d.	67	n.d.	n.d.	n.d.
	Setor não industrial	4.665	4.865	6.274	7.719	8.415

Fonte: elaboração própria com base nos dados da NSB (2010).

n.d. = dados não disponibilizados para evitar a divulgação de informações confidenciais.

Se considerado apenas o setor automotivo, o peso dos fundos das empresas e de outras fontes não federais no total era mais expressivo. Ainda que apenas o dado para 2004 esteja disponível, pode-se supor que não tenham ocorrido grandes alterações nesse padrão¹¹⁴. Ou seja, o setor automotivo, em suas atividades nos EUA, era ainda mais dependente de recursos próprios e de outras fontes não públicas federais do que a média dos setores industriais para a realização de gastos em P&D¹¹⁵. Contudo, dentro do setor industrial, a participação de fundos da empresa e de outras fontes não federais destinados ao setor automotivo vinha diminuindo. Passou de 16% em 2003 para 9% em 2007. Essa redução, verificada mesmo em números absolutos – enquanto os

¹¹⁴ Cabe notar que, segundo Arnold *et al.* (2007), a destinação média anual de recursos governamentais no período 2002-2008 para P&D no setor automotivo foi da ordem de € 140 milhões nos EUA, seguidos por Japão (€ 110 milhões), Alemanha (€ 65 milhões) e França (€ 55 milhões). Estes recursos podem não se restringir apenas à esfera federal. Apesar de bastante superiores à cifra apresentada para 2004, ainda são muito pequenos diante do total investido pelas empresas. De acordo com CAR (2010, p.10), os fundos federais no setor automotivo nos EUA teriam alcançado apenas 1% do total em 2007. Ademais, é interessante notar as linhas de pesquisa mais fomentadas em cada país. Para células de combustível e hidrogênio, o governo japonês destinou quase € 70 milhões anuais entre 2002 e 2008, o governo americano, € 60 milhões, e os governos canadense e alemão, € 21 milhões e € 13 milhões, respectivamente. Para materiais avançados, o montante oferecido pelo governo alemão foi próximo a € 19 milhões, seguido por EUA (€ 13 milhões) e Japão (€ 7 milhões). Para baterias, os EUA gastaram pouco mais de € 7 milhões e o Japão, cerca de € 5,5 milhões anuais. Para tecnologias híbridas, elétricas e de baixa emissão, o maior apoio governamental foi da França (€ 45 milhões), seguida por EUA e Suécia, com montantes acima de € 15 milhões, além de Alemanha (€ 10 milhões). Para sistemas de transporte inteligentes, foram quase € 14 milhões anuais dos EUA e € 10 milhões da Alemanha. Para mais detalhes, ver Arnold *et al.* (2007).

¹¹⁵ Para uma comparação com outros setores, ver CAR (2010, p.10).

recursos para P&D provenientes dessas fontes para o setor automotivo oscilaram e até declinaram no período, para a média do setor industrial eles foram sempre crescentes –, poderia também ser fruto da crise de competitividade enfrentada pelas companhias americanas antes da eclosão da recente crise econômica mundial. Conforme visto no Gráfico 6, cresceram mais no período as atividades de P&D realizadas por filiais americanas no exterior do que as atividades em âmbito doméstico, sejam efetuadas por empresas americanas, sejam por filiais de empresas estrangeiras.

É mister frisar que o grau de abertura dos dados não permite identificar as parcelas dos fundos provenientes das próprias empresas e de outras formas não federais, que incluem recursos de organizações de fora da corporação, como outras companhias, institutos de pesquisa, universidades, organizações sem fins lucrativos e recursos estaduais. Também não se pode definir se os recursos, além da acumulação interna das empresas, eram obtidos nos mercados de crédito ou de capitais. Sabe-se, contudo, que este conjunto de fontes era mais importante do que os recursos públicos federais na média dos setores e, em particular, no setor automotivo. É comum a existência de um aparato institucional nos diversos países que forneça suporte (financeiro, técnico, tributário¹¹⁶ etc.) às atividades conduzidas pelas empresas, estabelecendo uma rede entre elas, agências governamentais, universidades e institutos de pesquisa. Isso varia entre países e setores, mas é frequente, de modo geral, em países desenvolvidos.

Nesse sentido, destacam-se as fontes externas às empresas que podem ser acessadas para financiamento. Nos Estados Unidos, por exemplo, empresas novas, geralmente vinculadas ao desenvolvimento de tecnologias, recorrem aos mercados de capitais, sob a forma de *venture capital*. Conseqüentemente, a composição das fontes de financiamento pode se alterar, a depender da institucionalidade de cada país. Uma dificuldade adicional em mensurar essas fontes, além da abertura restrita dos dados, é que as empresas podem até realizar capitalização no mercado, mas o destino dos novos recursos não é detalhado, se para investimentos (e quais tipos) ou se para outros fins.

Dada a relevância estratégica das atividades de P&D e os elevados montantes requeridos, diante dos custos e riscos envolvidos, são frequentemente estabelecidas, no setor automotivo, parcerias ou alianças entre montadoras, entre montadora e fornecedores, e entre fornecedores, no desenvolvimento conjunto de determinada tecnologia ou componente, utilizado

¹¹⁶ A respeito de crédito tributário nos EUA para atividades de pesquisa e experimentos, inclusive com dados setoriais, ver NSB (2010).

em um ou mais veículos¹¹⁷. Trata-se de uma importante forma de financiamento das atividades inovadoras no setor, uma vez que custos e resultados são compartilhados¹¹⁸. Alguns exemplos de alianças tecnológicas, apontados por Moavenzadeh (2006, p.16), são: entre Ford e PSA, em motores a diesel; entre GM, BMW e DaimlerChrysler, em veículos híbridos de dois estágios; e entre PSA e BMW, em pequenos motores a gasolina.

Os Gráficos 8 e 9 mostram a quantidade de alianças no setor automotivo, por tipo e origem do capital, respectivamente. Nota-se o estabelecimento mais intenso de alianças na segunda metade das décadas de 1980 e 1990 e em alguns anos da década de 2000. Em 1989, firmaram-se 48 novas alianças e, em 2000, 47. Uma diferença importante entre as décadas refere-se ao perfil dessas alianças. Enquanto na década de 1980 predominavam as alianças com participação acionária, isto é, aquelas em que uma empresa detém parte do capital acionário da outra, da década de 1990 em diante tornaram-se mais comuns as alianças sem envolver esse tipo de participação, ou seja, acordos geralmente mais simples e pontuais entre as empresas para o desenvolvimento e/ou compartilhamento de produtos, processos ou tecnologias específicos. Em 1989, foram 37 alianças com participação acionária e, em 2000, o mesmo número de alianças, porém sem participação acionária.

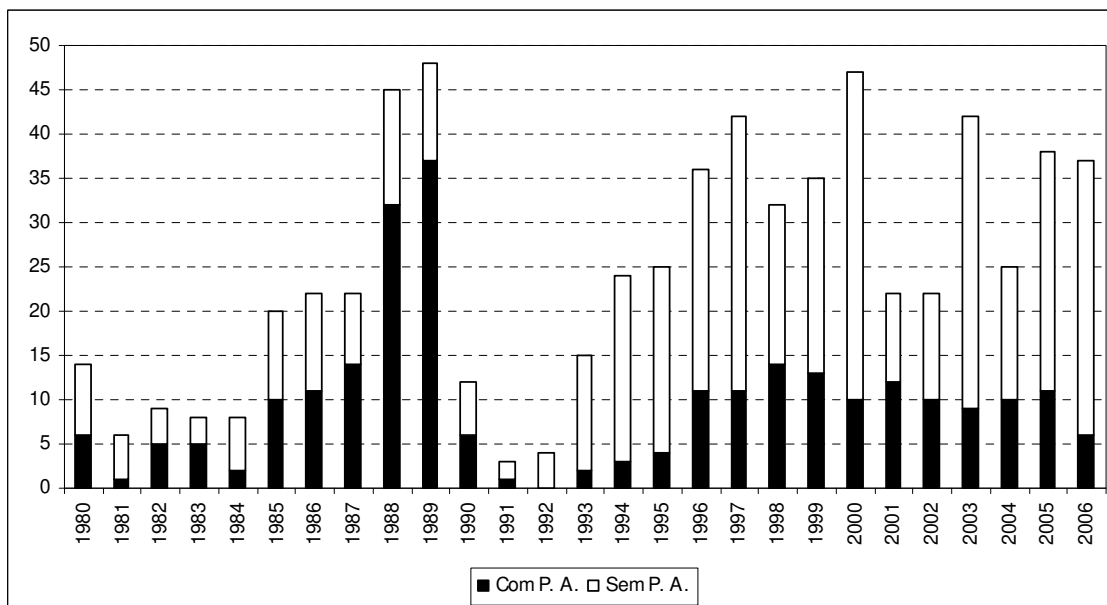
Na década de 1980, a maioria das alianças estabelecidas ocorreu entre empresas americanas e japonesas e empresas americanas e europeias. Na década seguinte, ganharam destaque as alianças entre empresas da mesma região, a exemplo de alianças entre empresas americanas e entre empresas europeias. Também se mantiveram importantes as alianças entre americanas e europeias. Nos anos 2000, ainda que se verificassem uma vez mais tais alianças, predominaram aquelas firmadas entre empresas originárias da Triade (EUA, Europa e Japão), notadamente americanas, e entre empresas de outras regiões. Essa constatação pode decorrer das

¹¹⁷ Deve-se mencionar que há distintos graus de alianças estratégicas entre as empresas do setor, desde alianças tecnológicas e acordos para desenvolvimento de produtos e compartilhamento de plataformas até a participação acionária cruzada entre empresas e as fusões e aquisições (F&As). Ver, por exemplo, Moavenzadeh (2006, p.16) e Forbes (2008). Para alianças de empresas japonesas e sul-coreanas com outras empresas do setor, em distintas modalidades, consultar Lee (2005). Uma das principais alianças do setor, incluindo compartilhamento de plataformas e tecnologia, foi constituída entre Nissan e Renault em 1999, quando a companhia japonesa estava sob risco de falência (Stevens e Fujimoto, 2009).

¹¹⁸ Dunning (1993, p.292-293) aponta, de maneira geral, quatro motivos que justificam o número crescente de acordos cooperativos entre empresas. O primeiro consiste nos elevados custos das atividades de P&D e na crescente taxa de obsolescência tecnológica. O segundo refere-se à necessidade das empresas em compartilhar suas principais tecnologias, a fim de produzirem uma nova geração de produtos mais rapidamente do que podem seus competidores. O terceiro concerne à intensa pressão competitiva existente para ganhar acesso rápido e eficiente a novos mercados, geralmente desconhecidos para a empresa. O último motivo centra-se na necessidade de se manter ou melhorar a posição competitiva global da corporação em um ambiente econômico internacional em permanente mudança.

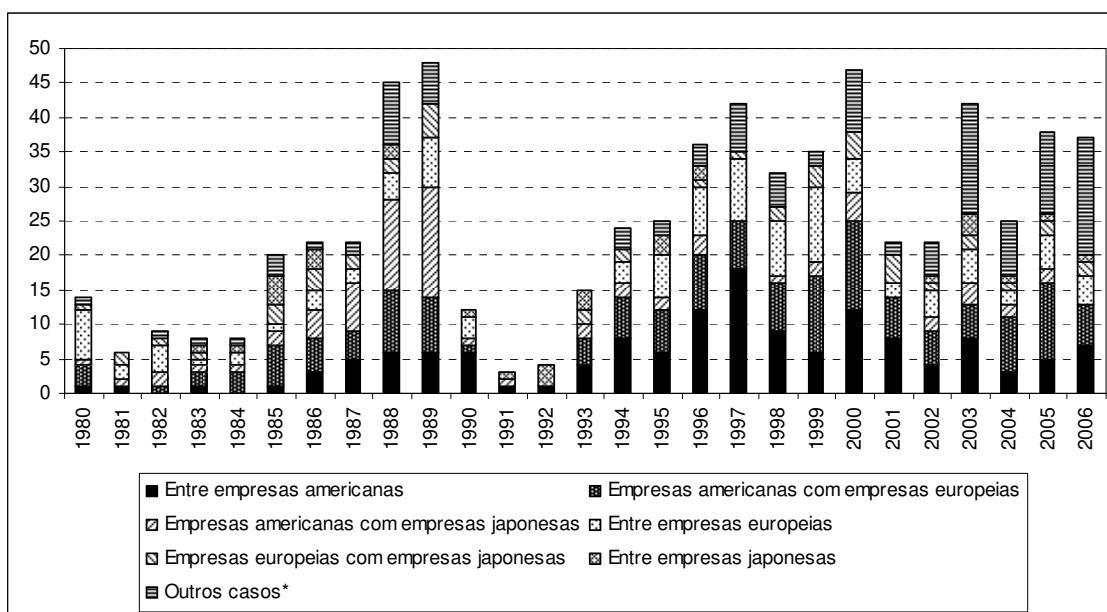
alianças, na forma de *joint ventures*, de montadoras e grandes fornecedores americanos, europeus e japoneses com empresas chinesas, ao buscarem penetrar aquele mercado¹¹⁹.

Gráfico 8 – Número de alianças tecnológicas no setor automotivo, por tipo (com ou sem participação acionária), 1980-2006



Fonte: elaboração própria com base nos dados da NSB (2010). Nota: P. A. = participação acionária.

Gráfico 9 – Número de alianças tecnológicas no setor automotivo, por origem do capital, 1980-2006



Fonte: elaboração própria com base nos dados da NSB (2010). * Alianças firmadas entre empresas americanas, europeias, japonesas ou não pertencentes à Triáde (EUA, Europa e Japão) com empresas não pertencentes à Triáde.

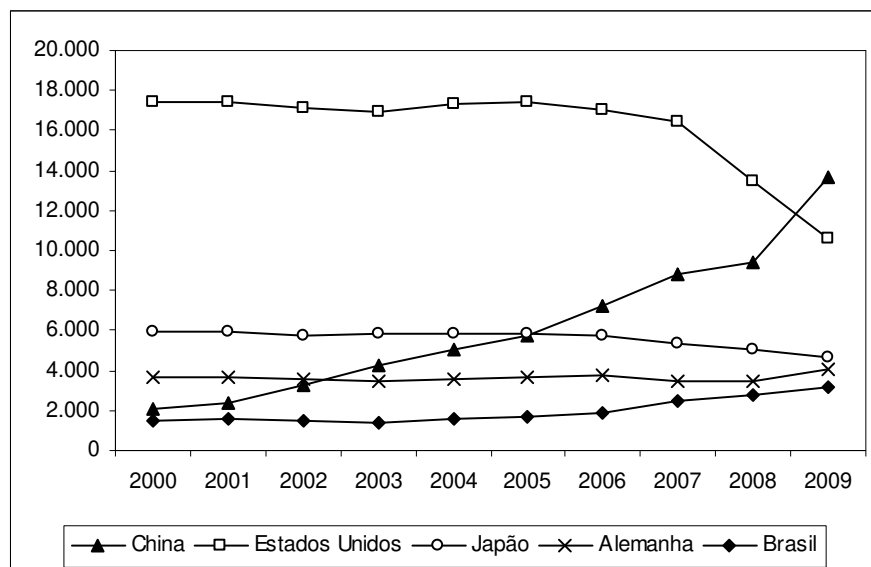
¹¹⁹ Sobre a estrutura de *joint ventures* na indústria automobilística chinesa, ver Holweg *et al.* (2005).

2.3. O financiamento da comercialização

Um aspecto central da dinâmica da indústria automobilística reside na comercialização dos bens produzidos. Nesse sentido, destaca-se o papel desempenhado pelos revendedores autorizados ou concessionárias (nos Estados Unidos, os denominados *dealers*) e pelas instituições financeiras, dentre elas os braços financeiros ou bancos das montadoras, os quais se mostram extremamente importantes no financiamento da aquisição de veículos e, sobretudo, no desempenho das corporações, tal como enfatizado anteriormente.

Antes de tratar dessas questões, cabe realizar algumas considerações sobre a evolução da demanda por veículos. O Gráfico 10 apresenta o volume de veículos licenciados em alguns países. Observa-se, durante a maior parte da década de 2000, a liderança dos Estados Unidos enquanto maior consumidor mundial de veículos. Nota-se, em contrapartida, uma queda expressiva a partir de 2007, passando de um patamar próximo a 17 milhões de veículos licenciados naquele ano para outro em torno de 11 milhões em 2009, logicamente sob efeitos da crise econômica. Trajetória oposta caracteriza a China. Sua demanda por veículos cresceu expressivamente no último decênio, tornando-se o maior país consumidor em 2009. Passou de aproximadamente 2 milhões de veículos em 2000 para quase 14 milhões em 2009, ultrapassando Alemanha em 2003, Japão em 2006 e EUA no último ano da série. Vale ressaltar, ainda, o comportamento relativamente estável da demanda por veículos no Japão e na Alemanha e o movimento ascendente no Brasil, notadamente a partir de 2004.

Gráfico 10 – Licenciamento de veículos novos, países selecionados, 2000-2009 (em mil unidades)



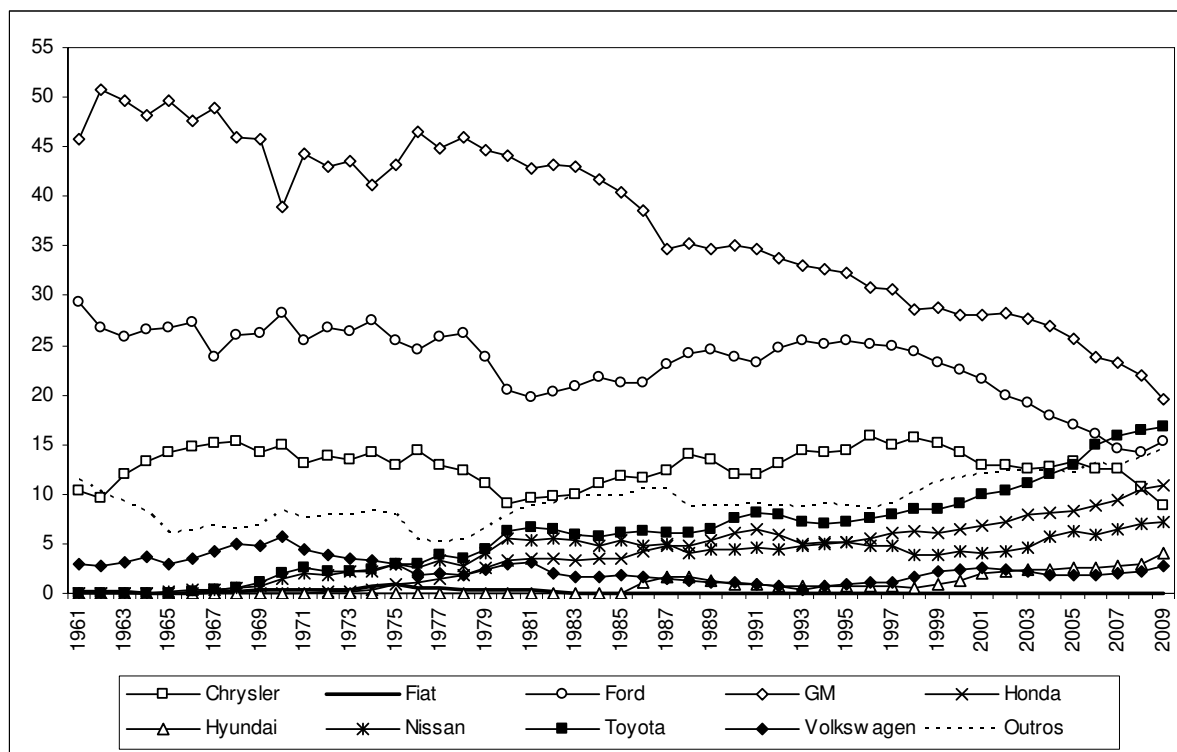
Fonte: elaboração própria com base nos dados da Anfavea (2010).

A própria configuração do mercado americano se modificou bastante ao longo das décadas, conforme pode ser observado pela evolução da participação das principais montadoras nas vendas de veículos naquele país (Gráfico 11). Verifica-se, por um lado, uma tendência de perda de *market share* pelas *Big Three* americanas (General Motors, Ford e Chrysler) e, por outro, um movimento de expansão das montadoras asiáticas em território americano, notadamente das *Big Three* japonesas (Toyota, Honda e Nissan) e da sul-coreana Hyundai, sinalizando para a conformação de um *Big Seven* (*The Economist*, 2011). No início da década de 1960, a GM detinha mais da metade das vendas totais de veículos nos EUA. As *Big Three* americanas foram responsáveis, em 1965, por 90,6% das vendas. Essa participação declinou ao longo do tempo e, em 2009, alcançou apenas 43,7%, o menor patamar da série. Em contrapartida, elevou-se a participação das vendas pelas *Big Three* japonesas. Em 1965, primeiro registro de vendas, alcançou 0,2%. Tal participação aumentou, em especial a partir dos anos 1980, quando do fortalecimento e ganho de competitividade das empresas japonesas e de sua expansão em território americano mediante o movimento de instalação de plantas produtivas. Essa trajetória ascendente se manteve na década seguinte e se acelerou nos anos 2000, passando de cerca de 20% de participação em 2000 para quase 35% em 2009, um ganho expressivo de mercado em apenas um decênio.

Do Gráfico 11, depreende-se, ainda, que o mercado americano nunca foi o alvo principal das empresas europeias. Em sua diversificação de mercados, a estratégia das montadoras europeias priorizou mais as próprias fronteiras e outros mercados regionais, como da América Latina e, mais recentemente, Ásia. A Volkswagen chegou a deter, em 1970, 5,6% de participação das vendas no mercado americano, mas esse movimento não foi consistente. Apenas na última década que sua participação voltou a crescer, embora em patamares pouco expressivos. A Fiat, que se retirou do mercado americano na década de 1990 e que nunca obtivera participação superior a 1%, torna-se após a crise uma entrante potencial, mediante parceria com a Chrysler¹²⁰. Isso mostra os desafios das empresas europeias diante de um importante mercado, ainda que arrefecido pela crise.

¹²⁰ Retoma-se esse ponto no capítulo 3.

Gráfico 11 – Participação de mercado das vendas de veículos nos Estados Unidos, por empresa, 1961-2009 (%)



Fonte: elaboração própria com base nos dados do *Ward's Automotive Group* (<http://wardsauto.com/>).

Nota: mesmo para o período em que vigorou a fusão DaimlerChrysler, a participação de mercado mostrada no Gráfico refere-se apenas ao grupo Chrysler. A participação do grupo Daimler é pequena e está embutida na categoria “outros” em todo o período considerado.

A partir das informações do Gráfico 10 e da Tabela 2, pode-se classificar os países enquanto demandantes ou ofertantes líquidos de veículos, quando sua demanda interna supera a produção doméstica ou vice-versa, respectivamente. Cabe frisar que, dada a maior integração dos fluxos de comércio entre as economias, parte da produção é exportada, atendendo à demanda em outras localidades, suprida, portanto, por produção doméstica e por parcela de importados. Os Estados Unidos são um forte demandante líquido, uma vez que sua demanda interna não é suprida apenas pela produção doméstica. Japão e Alemanha, por sua vez, caracterizam-se como ofertantes líquidos, pois produzem uma quantidade de veículos bastante superior àquela demandada domesticamente. Embora também possa ser assim considerado, o Brasil não apresenta produção doméstica tão superior à demanda interna, haja vista um forte mercado consumidor, inclusive em expansão nos últimos anos. A China, por fim, não deve ser classificada em nenhuma das duas alternativas (Tabela 12). Sua produção e sua demanda são praticamente equivalentes. Não há fluxos significativos de exportação e importação de veículos. Logo, quase

toda sua produção é consumida internamente e sua demanda, suprida por essa produção, não existindo estratégia orientada à exportação, ao menos no setor automobilístico. Isso exemplifica a relevância do mercado interno chinês, elemento atrator de investimentos.

Tabela 12 – Total líquido de veículos demandados ou ofertados por país (em mil unidades)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
China	-20	-33	8	142	10	-54	5	90	-35	169
Estados Unidos	-4.602	-6.023	-4.864	-4.889	-5.310	-5.463	-5.783	-5.679	-4.788	-4.892
Japão	4.181	3.871	4.466	4.458	4.659	4.948	5.744	6.242	6.482	3.326
Alemanha	1.834	2.054	1.946	2.005	2.020	2.143	2.048	2.731	2.616	1.161
Brasil	182	197	314	398	631	813	683	508	400	42

Fonte: elaboração própria a partir de dados da Oica sobre produção e da Anfavea (2010) sobre licenciamentos.

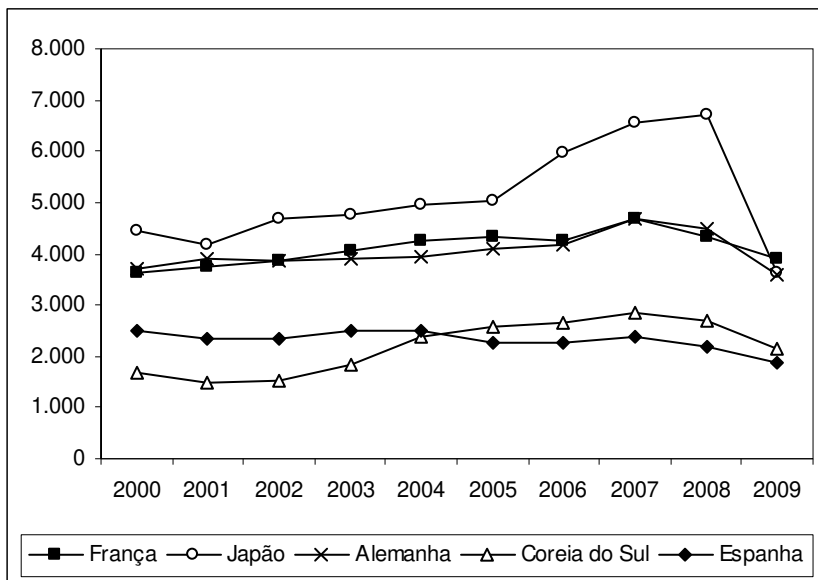
Nota: demandante líquido (-) e ofertante líquido (+).

As conclusões precedentes são complementadas pela análise dos Gráficos 12 e 13, com dados dos fluxos de exportação e importação de veículos, respectivamente. Destacam-se, como principais países exportadores, Japão, França e Alemanha, em uma faixa de três a sete milhões de veículos exportados. Como era de se esperar, por serem importantes ofertantes líquidos, Japão e Alemanha figuram entre os maiores exportadores. Pelo lado das importações, é notório o fluxo de veículos demandados do exterior pelos Estados Unidos, entre seis e oito milhões de unidades. Esse movimento reforça a conclusão de tal país se configurar como forte demandante líquido, uma vez que parcela importante da demanda interna é suprida por oferta externa. Outros países importadores, embora de menor relevância em comparação com os EUA, são Reino Unido, Itália, Alemanha e França, sendo estes dois últimos também exportadores significativos, inclusive com exportações superiores às importações. Isso reflete um fluxo intenso de comércio de bens finais dentro do bloco europeu, influenciado pelos regimes comerciais, proximidade entre os países e concentração de matrizes de corporações do setor nessas economias, como Volkswagen e Daimler na Alemanha e Renault e PSA Peugeot Citroën na França.

Os dados até aqui analisados – em especial, os de licenciamento apresentados no Gráfico 10 – fornecem uma dimensão do volume de veículos absorvido anualmente pelas economias e que de alguma forma é financiado. Evidentemente, essa discussão é influenciada pela institucionalidade presente em cada país, isto é, pelos mecanismos e condições de

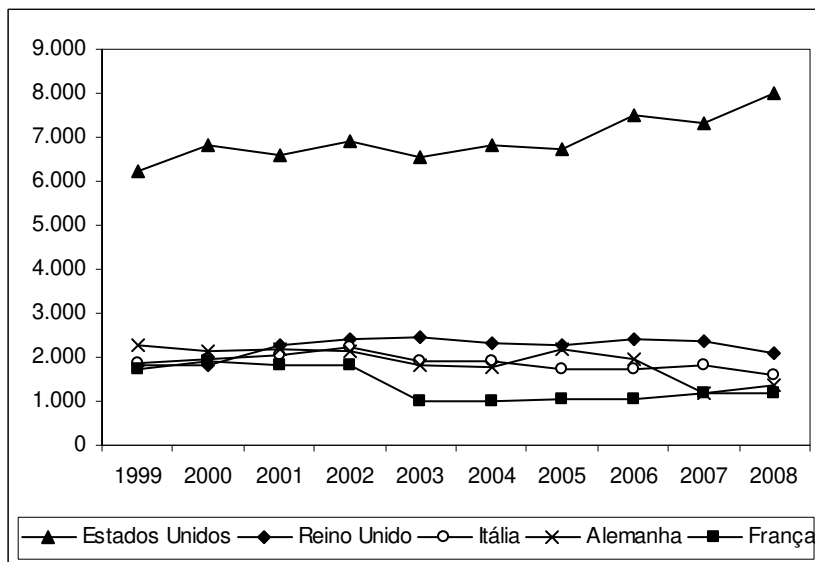
financiamento disponibilizados por montadoras e mercado financeiro em cada localidade, bem como pelo nível de renda e riqueza dos residentes e sua propensão marginal a se endividar¹²¹.

Gráfico 12 – Exportações de veículos, países selecionados, 2000-2009 (em mil unidades)



Fonte: elaboração própria com base nos dados da Anfavea (2010).

Gráfico 13 – Importações de veículos, países selecionados, 1999-2008 (em mil unidades)



Fonte: elaboração própria com base nos dados da Anfavea (2010).

¹²¹ Sobre o consumo em função da renda, ver Keynes (1936). Logicamente, diversas outras variáveis condicionam o consumo. Destaca-se o efeito riqueza diante da bolha formada no mercado imobiliário americano, que posteriormente se refletiria na crise econômica de maiores proporções. No caso de automóveis, opções e linhas de financiamento disponíveis, assim como taxas de juros, prazos e garantias incidentes sobre os empréstimos, são fatores determinantes.

As formas de aquisição de um veículo são variadas, com destaque para o pagamento à vista e o financiamento via operações de crédito ao consumidor e *leasing* (ou arrendamento mercantil)¹²². O uso dessas distintas modalidades varia de um país para outro e ao longo do tempo¹²³ (ver Quadro 2 para informações do Brasil). Maynard (2007) retrata essa composição para os Estados Unidos. Na década de 1950, cerca de um terço dos consumidores comprava um veículo à vista. Nas décadas posteriores, de 1970 e 1980, “before car companies made widespread use of cut-rate loans and discount lease plans”, essa participação oscilava entre 25% e 30%. Os gráficos da Figura 10 mostram algumas condições de financiamento de veículos no mercado americano. A média da taxa de juros anual empregada nos financiamentos foi de 13% nos anos 1970 e 1980, com forte oscilação para cima no período entre o choque de juros em 1979 e a crise da dívida mexicana em 1982, e para baixo em meados de 1986. O prazo médio dos empréstimos cresceu durante o período, passando de 35 meses no início de 1970 para 55 meses no final de 1989 para veículos novos, bem como o volume de crédito concedido, que quadruplicou em duas décadas.

Quadro 2 – Modalidades de aquisição de veículos no Brasil

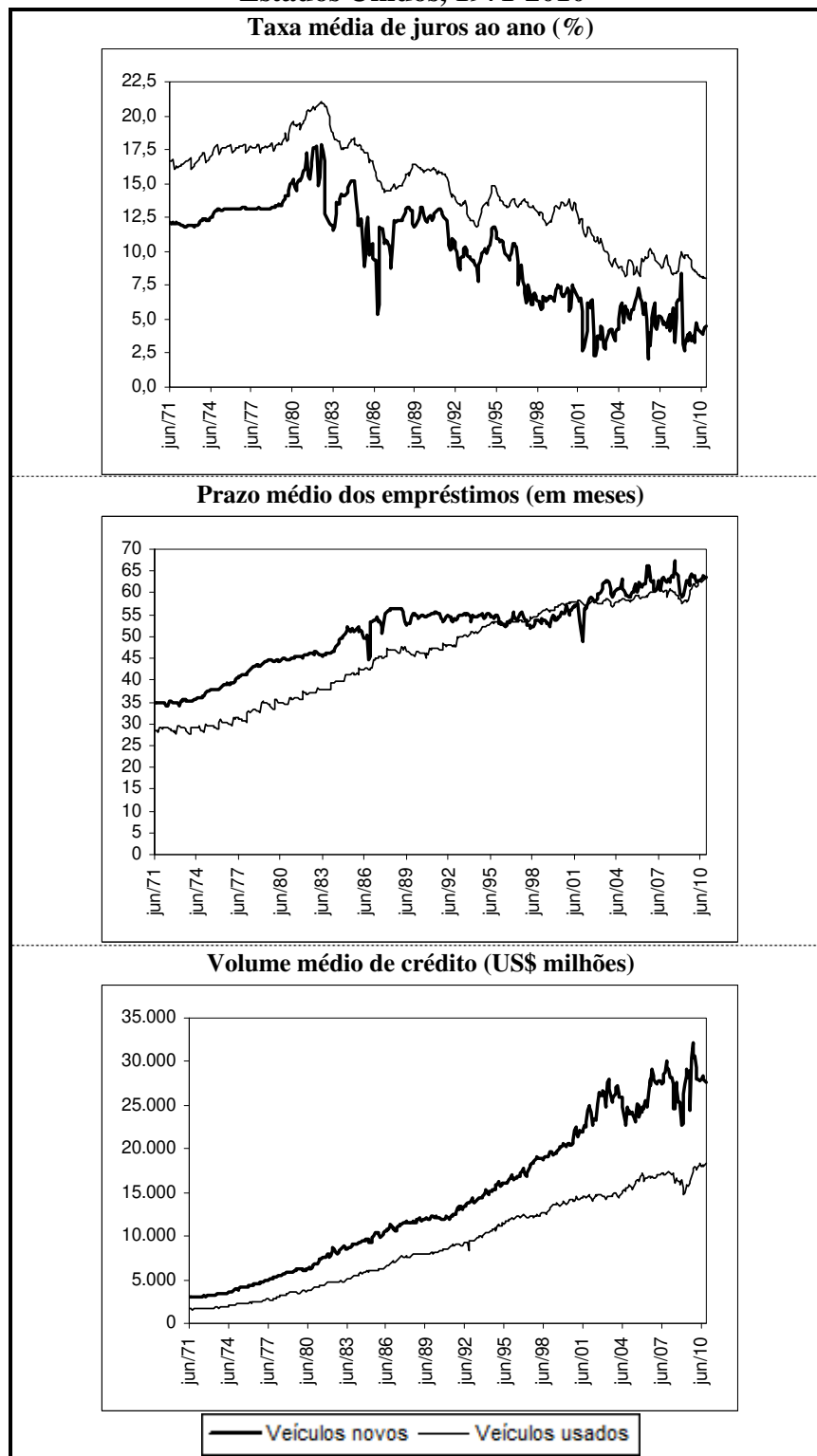
A evolução das modalidades de pagamento na venda de veículos e comerciais leves no Brasil, entre 2004 e 2009, comportou-se da seguinte forma: a participação dos veículos vendidos no Brasil pagos à vista manteve-se relativamente estável (em 2004, foi de 34%; em 2006, declinou para 32%; em 2008, alcançou 36% e, em 2009, 39%), enquanto as demais modalidades de pagamento sofreram significativas mudanças. A participação do *leasing*, que era de 10% em 2004, cresceu expressivamente, atingindo 38% em 2008. Isso ocorreu em detrimento dos veículos financiados e vendidos por consórcio, que passaram, respectivamente, de 47% para 22% e de 9% para 4%, no mesmo período. Em 2009, a composição novamente se alterou: o *leasing* representou 23%, os financiados, 33%, e os por consórcio, 5%. Destaca-se também que, no período 2004-2009, a taxa de juros média praticada nos financiamentos foi superior a 20% ao ano e o prazo médio girou em torno de 40 meses, com tendência de redução no primeiro caso e elevação no segundo, refletindo condições mais favoráveis na tomada de empréstimos, apesar de ainda distante do observado em economias desenvolvidas.

Fonte: Associação Nacional das Empresas Financeiras das Montadoras (Anef): <http://www.anef.com.br/>.

¹²² A primeira opção é um empréstimo realizado por instituições financeiras para a aquisição do veículo, que se torna propriedade do comprador, enquanto a segunda opção refere-se à posse e usufruto do bem por parte do arrendatário durante o período estabelecido contratualmente. Neste caso, o veículo é de propriedade do arrendador. Geralmente, ao término do contrato, há a possibilidade de compra do bem pelo arrendatário. Durante a vigência do contrato, os pagamentos mensais são frequentemente menores do que no caso de um empréstimo para a compra do mesmo veículo, pois paga-se por sua depreciação esperada no período (e não pelo preço total do bem), além de outras taxas e impostos (AFSAEF e NADA, s.d.; *Federal Reserve System*, <http://www.federalreserve.gov/pubs/leasing/>, acessado em 14/01/2011).

¹²³ De acordo com a *IHS Global Insight* (2009), entre 60% e 80% das vendas de novos veículos na Europa envolvem alguma modalidade de crédito. Essa parcela, na Itália, em 2007, foi de 80%.

Figura 10 – Indicadores das condições de financiamento de veículos novos e usados nos Estados Unidos, 1971-2010*



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *Federal Reserve System*, disponíveis em: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/> (acesso em: 12/01/2011).

* Os dados são das subsidiárias das três maiores montadoras americanas e são médias ponderadas pelo volume cobrindo todos os empréstimos de cada tipo adquiridos durante o mês.

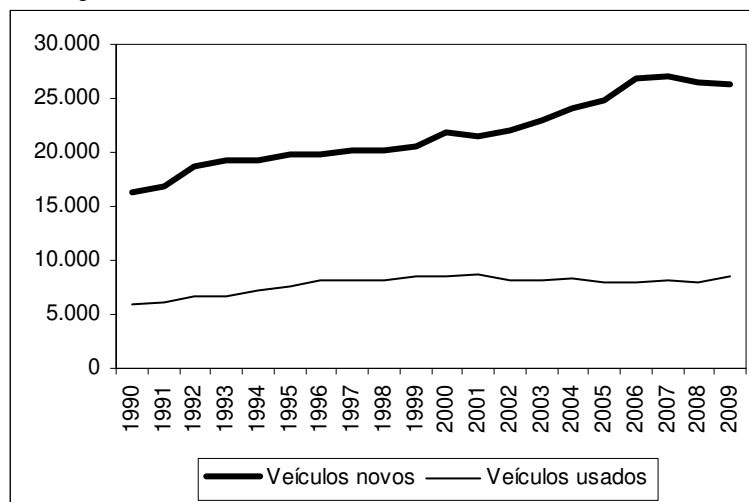
Ao longo dos últimos vinte anos, as condições para a tomada de empréstimos melhoraram, alavancando o endividamento das famílias. A taxa de juros diminuiu significativamente. Em média, de cerca de 9,6% ao ano na década de 1990 passou para 5% nos anos 2000 para veículos novos, cuja taxa é menor do que a de usados. Durante a década de 1990, o prazo médio de financiamento para veículos novos estabilizou-se próximo a 54 meses, enquanto o de usados continuou a trajetória de elevação. Na década seguinte, contudo, retomou-se a expansão do prazo médio para financiamento dos bens novos, ultrapassando, em média, 60 meses e superando o prazo para veículos usados que, no final da década anterior, havia se tornado levemente maior. A evolução do volume de crédito concedido permaneceu crescente ao longo dos anos 1990 e, nos anos 2000, embora oscilante, manteve-se em um patamar médio superior a US\$ 25 bilhões.

Em virtude disso, a participação de veículos financiados se elevou. Em 1998, praticamente não se efetuavam compras à vista, uma vez que se oferecia a opção de *leasing* em condições muito favoráveis, com parcelas mensais e de entrada bastante reduzidas, permitindo aos consumidores adquirir modelos mais caros, como os *Sport Utility Vehicles* (SUVs). No início da década seguinte, após os ataques de 11 de setembro de 2001, as montadoras ofertavam, de modo generalizado, planos de financiamento com taxas zero para estimular as vendas, o que no decorrer da década se tornou menos frequente, apenas com acesso maior por aqueles com melhores avaliações de crédito. Segundo Maynard (2007), o pagamento à vista chegou a representar 11,7% das compras de veículos realizadas no primeiro semestre de 2007, nível que nos anos anteriores se aproximava de apenas 8%¹²⁴. Em marcas de luxo, como Mercedes-Benz, Volvo, Audi e BMW, as vendas à vista alcançavam um terço do total. As condições de crédito favorecidas possibilitaram a manutenção do amplo mercado consumidor americano (ao menos, até 2007), tornando-se uma alternativa diante do aumento dos preços médios dos veículos¹²⁵ (Gráfico 14).

¹²⁴ Elevação decorrente, em especial, do fato de se tratar da aquisição de um segundo ou terceiro veículo, geralmente de menor porte e mais barato, e de muitos já possuírem um financiamento para o primeiro carro. Naquele ano, 34,8% dos pagamentos à vista ocorreram mediante ganhos de capital com a venda de ações contra 31,8% daqueles que se utilizaram de suas poupanças.

¹²⁵ Tal aumento de preços poderia decorrer de alguns fatores, como do *mix* de produtos vendidos pelas companhias, considerando a expansão das vendas de SUVs a partir da década de 1990 nos EUA, da manutenção ou elevação de *mark-up* frente aos custos pelas montadoras, uma vez que se trata de um mercado concentrado, ou da incorporação de novas tecnologias aos veículos.

Gráfico 14 – Preço médio de veículos novos e usados nos Estados Unidos (US\$)



Fonte: elaboração própria com base nas *National Transportation Statistics* do *Bureau of Transportation Statistics* (BTS) dos Estados Unidos.

Na comercialização de veículos, desempenha um papel importante a rede de revendedores autorizados, o principal canal de distribuição do setor. Eles não são de propriedade das montadoras. Funcionam, basicamente, pelo sistema de franquias, de modo que um revendedor geralmente comercializa os veículos novos de marcas de uma única corporação. Em alguns casos, também vendem veículos usados, operando marcas de diversos grupos. Por frequentemente representarem os produtos de determinada montadora, tendem a estabelecer vínculos com seus braços financeiros – instituições de crédito cativo¹²⁶ – para o financiamento dos veículos. A relação de uma concessionária com uma única montadora coloca, por um lado, o risco do aprisionamento, isto é, um reduzido poder de barganha e de diversificação, mas oferece, por outro, condições mais favoráveis para a aquisição de estoques de veículos e financiamento do capital de giro das concessionárias. Nos Estados Unidos, por exemplo, os bancos das montadoras financiam a venda de veículos no varejo (diretamente ao consumidor ou por intermédio dos revendedores, comprando os contratos de empréstimos e de *leasing*) ou no atacado, o que significa financiar os estoques das concessionárias (o denominado *floorplan*).

As opções de financiamento podem ser oferecidas por diversas instituições financeiras, em parceria com os revendedores. Embora predominem os bancos das montadoras, há uma tendência de diversificação. A participação de veículos financiados pelo braço financeiro da Ford tem se reduzido, sobretudo no varejo americano e europeu (Tabela 13). Em 2000 e 2001,

¹²⁶ Assim denominados (*captive finance companies*) por se tratar de subsidiárias de um grupo do setor produtivo cuja finalidade é prover crédito aos consumidores para a aquisição dos produtos da corporação.

mais da metade das vendas de veículos Ford no varejo nos EUA foi financiada pela própria montadora. Essa participação declinou para menos de um terço ao final da década. Na Europa, a diminuição foi menor, passando de 32% para 28% em 2000 e 2009, respectivamente. Mais concentrado é o financiamento no atacado. Nos Estados Unidos, cerca de 80% dos veículos da Ford nessa modalidade foram financiados pela montadora, enquanto na Europa isso se aproximou da totalidade. Os relatórios anuais da General Motors também apresentaram dados semelhantes no período 2003-2005. Mais de 80% das vendas no atacado na América do Norte e no mundo foram financiadas pela GMAC. As vendas no varejo financiadas pela montadora oscilaram na faixa de 40% na América do Norte e diminuíram de 34% em 2003, para 26% em 2005, no mundo. Já a participação do braço financeiro da Toyota no total de vendas realizadas pela montadora nos EUA, segundo seus relatórios anuais, aumentou de 38% em 2003, para 45% em 2009. Isso sinaliza que o segmento de serviços financeiros da corporação também se fortaleceu naquele mercado, acompanhando a expansão das vendas e de *market share*.

Tabela 13 – Parcela de veículos da Ford vendidos nos EUA e na Europa financiados por seu braço financeiro (%)

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EUA	Varejo	51	54	41	39	45	37	44	38	39	29
	Atacado	84	84	84	82	84	81	80	78	77	79
Europa	Varejo	32	37	34	31	29	28	27	26	28	28
	Atacado	96	97	97	97	97	96	95	96	98	99

Fonte: elaboração própria com base em dados dos relatórios financeiros da montadora.

Cabe destacar que, com o desenvolvimento dos mercados financeiros e o ambiente de finanças desregulamentadas instaurado a partir da década de 1970, expandiu-se o universo de instituições financeiras não bancárias – incapazes de criar moeda *ex nihilo*, sem a captação de depósitos e sem a regulação, supervisão e acesso a fundos dos bancos centrais – que contribuíram para alavancar o crédito¹²⁷. Nesse contexto, as companhias de crédito cativo da indústria automobilística ampliaram suas operações em diversos mercados e linhas de atuação¹²⁸. Consolidaram-se como importante canal de estímulo às vendas do setor, ainda que outras instituições, incluindo bancos comerciais, crescentemente participassem do financiamento de

¹²⁷ Sobre a intensificação da concorrência entre essas instituições nos distintos contextos nacionais, ver Ferreira *et al.* (1998).

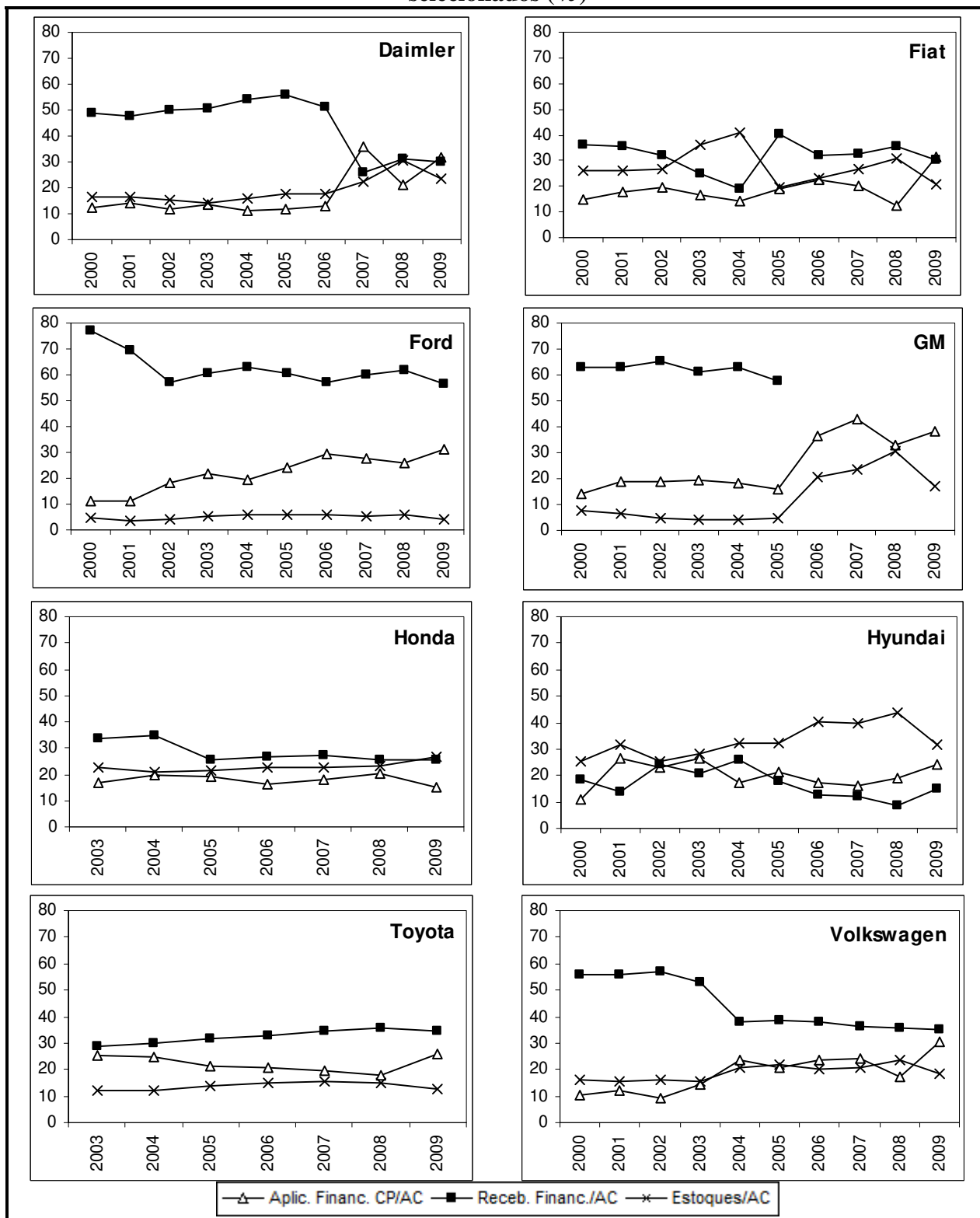
¹²⁸ Assim como a GMAC, o braço financeiro da Ford recorreu à diversificação, não necessariamente relacionada a veículos. Em 1985, adquiriu a *First Nationwide Financial Corporation* (uma *savings and loan institution*), que seria vendida em 1994. Em 1987, comprou a *U.S. Leasing International Inc.* e, em 1989, a *Associates Corporation of North America* (por US\$ 3,35 bilhões), que em 1998 se tornaria independente e em 2000 seria adquirida pelo *Citigroup*. Consta ainda a compra, em 1994, da Hertz (ligada ao aluguel de carros), vendida em 2005 (Bordenave, 2000, p.250-251; Mercer, 2009, p.187 e p.199-200).

veículos, uma atividade lucrativa e de baixos riscos. Todavia, enquanto para os bancos comerciais, isso pudesse significar apenas uma diversificação de suas operações, com uma linha adicional de atividades, para as montadoras a existência desses braços financeiros tornava-se um aspecto central na dinâmica da corporação. Em sua ausência, o funcionamento e o ritmo de crescimento da indústria poderiam ser comprometidos, uma vez que permitiam alinhar as estratégias de produção e de vendas, considerando fatores estruturais e conjunturais relativos à economia, ao setor e à companhia¹²⁹.

Conforme apontado na seção precedente, o segmento de serviços financeiros adquiriu grande importância nos ativos e no desempenho dos grupos automobilísticos (Figuras 4 e 6, respectivamente). Dentre suas aplicações de curto prazo, destacava-se a participação dos recebíveis financeiros, referente em quase sua totalidade ao segmento de serviços financeiros e correspondentes a contratos de empréstimos, *leasing* e operações correlatas, geralmente adquiridos das concessionárias que intermedeiam as operações de venda junto aos consumidores finais. Nas *Big Three* americanas, representavam mais da metade do ativo circulante, seguidos pelas aplicações financeiras (em Ford e GM), indicando a importância da dimensão financeira e de financiamento dentro dessas corporações. Nas demais companhias, embora em patamar menor, também tendiam a predominar os recebíveis financeiros, com uma participação média no período em torno de 30% (Toyota, Honda, Fiat e Daimler após 2007), sendo maior na Volkswagen e bem inferior na Hyundai (Figura 11). A relevância do financiamento é verificada, ainda, tal como mencionado anteriormente, pelo peso importante nas aplicações superiores a um ano que possuíam os recebíveis de longo prazo, no caso das companhias japonesas e da Volkswagen, e os equipamentos sob *leasing*, no caso das *Big Three* americanas, ambos incluindo modalidades de financiamento oferecidas pelos braços financeiros das montadoras.

¹²⁹ Por exemplo, frente a um período de exacerbada preferência pela liquidez dos bancos e abrupta contração do crédito, a atuação dessas instituições de crédito cativo poderia atenuar os impactos sobre a indústria. Em situações de menor dinamismo econômico ou de maiores dificuldades financeiras na corporação, poderiam oferecer condições facilitadas de empréstimo para estimular as vendas.

Figura 11 – Composição do ativo circulante: principais contas de grupos automobilísticos selecionados (%)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de balanço das corporações, apresentados no Anexo A.

Nota: descontinuidade da série de recebíveis financeiros da GM a partir de 2006, haja vista a venda de seu braço financeiro GMAC em 30/11/2006, responsável pela totalidade desses ativos.

Deve-se sublinhar que a capacidade de financiamento das vendas por esses braços está atrelada ao desempenho da corporação e, sobretudo, às condições de captação nos mercados de dívida. Foi apontada nas subseções sobre produção e investimento a importância da emissão de notas e títulos de curto (incluindo *commercial papers*) e longo prazo para o financiamento das companhias, ainda que para distintas finalidades, cujo dimensionamento é de difícil constatação. Pode-se afirmar, entretanto, que naquelas corporações cujo peso do segmento de serviços financeiros era maior, essa forma de captação adquiriu mais relevância, notadamente nas americanas. Era comum, por exemplo, o acesso das instituições de crédito cativo nos EUA aos *money markets*, caracterizados por elevada liquidez, mediante o lançamento de *asset-backed commercial papers* (ABCP), condicionado pelas avaliações das agências de classificação de risco sobre as companhias. Ou seja, a atribuição de um *rating* inferior ao de grau de investimento a uma corporação dificultava a aceitação pelos demandantes de um papel por ela emitido, restringindo ou encarecendo suas fontes de captação. Como o financiamento de veículos envolvia garantias elevadas (em caso de *default*, podia-se exigir a devolução do bem), as margens, isto é, as diferenças entre as taxas de captação e aplicação dos recursos, tendiam a ser relativamente baixas. Logo, os ganhos dessas atividades resultavam, sobretudo, do giro elevado, ou seja, do volume negociado. Dessas operações e dos retornos com aplicações financeiras diversificadas, as corporações podiam auferir expressivos ganhos não operacionais, que ampliavam o potencial interno de financiamento e que eram observados frequentemente.

A abordagem realizada neste capítulo permitiu evidenciar distintos padrões de financiamento das corporações da indústria automobilística. Todos se caracterizaram por uma presença marcante das finanças na dinâmica do grupo, acentuada no contexto de menores restrições à circulação do capital em nível mundial e refletida em suas estruturas “financeirizadas”. Diferenciaram-se, contudo, pela intensidade adquirida pelas atividades do segmento financeiro e pela dependência em relação a essas atividades, além do grau de fragilidade de suas estruturas financeiras. É de se esperar que, acompanhando a expansão produtiva global da montadora, desenvolvam-se e intensifiquem-se as operações financeiras correlatas, seja de apoio às vendas, seja de suporte à produção e aos investimentos. Essa complementaridade é um requisito para o crescimento da corporação, tal como observado no caso das companhias asiáticas. Estas configuraram um padrão também bastante alicerçado na

capacidade de acumulação interna, originária, sobretudo, dos resultados produtivos, e em menor exposição financeira.

Nas corporações americanas, por sua vez, observou-se uma intensificação e dependência excessiva das atividades financeiras, caracterizando, inclusive, um descasamento entre os segmentos produtivo e financeiro, na medida em que as finanças, embora continuassem exercendo sua importante função diante da produção, adquiriram uma dinâmica própria, refletida em sua autonomia em relação às atividades produtivas, grande importância no desempenho da corporação e diversificação para áreas não correlatas ao seu *core business*. Tratava-se, ademais, de um padrão de elevada alavancagem e endividamento, não necessariamente vinculado às necessidades produtivas, e de maior comprometimento das receitas do grupo com despesas financeiras, denotando estruturas mais frágeis. Um terceiro padrão, intermediário entre o americano e o asiático, pôde ser identificado nas montadoras europeias, ainda que fosse endogenamente heterogêneo. As atividades financeiras tenderam a apresentar um peso significativo. Exerceram seu papel complementar e essencial na dinâmica produtiva da corporação, sem, porém, um crescente descolamento desse núcleo, exceto em momentos esporádicos, que não refletiram uma estratégia nesse sentido.

De modo geral, apesar dos distintos padrões, ratifica-se, por meio das reflexões realizadas, a importância do crédito, sob diversas perspectivas, no funcionamento da indústria automobilística. Segundo Cooney (2009, p.24), “credit is the lifeblood of the U.S. auto industry. Credit conditions govern the industry’s ability to invest, the ability of its dealers to finance their inventory (“floorplan”), and the ability of dealers, in turn, to sell to individual consumers”. Essas conclusões registradas diante da crise internacional reiteram o que foi analisado nas seções sobre produção, investimento e comercialização para diversas corporações da indústria automobilística: o crédito, sob diferentes modalidades, é um condicionante essencial da dinâmica do setor. Sua disponibilidade permite a manutenção e/ou expansão da produção, da capacidade produtiva, das atividades inovadoras, das vendas e mesmo dos ganhos financeiros. Em contrapartida, sua contração tende a deprimir as atividades da indústria, impactando negativamente a economia como um todo, o que é tratado no próximo capítulo.

Capítulo 3 – A indústria automobilística diante da crise internacional

“A bank is a place where they lend you an umbrella in fair weather and ask for it back when it begins to rain”.

Robert Frost

Indubitavelmente, um dos principais setores produtivos afetados pela recente crise econômica internacional, quando de seu alastramento para outras esferas da economia que não a financeira, foi o automobilístico. O canal de transmissão primordial para o “transbordamento” da crise foi desempenhado pelo mecanismo de crédito, cujos efeitos são pró-cíclicos. Assim como em momentos de expansão econômica ele exerce função fundamental de estímulo ao crescimento, permitindo o aumento da demanda agregada, via investimento e consumo, em períodos de retração e maior incerteza, sua escassez ou a imposição de maiores restrições à sua concessão, reflexos de um grau mais elevado de preferência pela liquidez dos agentes financeiros, contribuem para arrefecer ainda mais a economia, tal como apontado no primeiro capítulo.

Logo, a escassez de crédito atua como agravante da crise. Para indústrias, cujas vendas dependem fortemente de financiamento, a exemplo da automobilística e de outros setores de bens de consumo duráveis, a drástica redução da disponibilidade de crédito afeta as condições de financiamento para investimento, produção e, em especial, consumo, reprimindo as vendas e receitas correntes das empresas. Não apenas a oferta de crédito impacta a economia, mas também sua demanda, uma vez que em condições adversas empresas e famílias tendem a postergar gastos, em especial de grande volume, como são os casos, respectivamente, de investimentos produtivos e aquisição de bens de consumo duráveis.

Neste capítulo, pretendem-se analisar os efeitos da crise sobre a indústria automobilística, os desafios enfrentados pelas montadoras e as medidas tomadas pelo Estado, a fim de resgatar algumas corporações e proporcionar o reaquecimento da demanda em diversos países. O capítulo encontra-se dividido em duas seções. Na primeira seção, apontam-se as dificuldades enfrentadas pelas montadoras frente à recente crise. Conforme se depreende da análise realizada no capítulo anterior, os efeitos da crise exacerbaram uma situação prévia e grave presente na indústria automobilística, vivenciada especialmente por parte de empresas americanas, exigindo a forte intervenção governamental. Na segunda seção, abordam-se distintas

iniciativas tomadas por algumas montadoras e pelos Estados Nacionais diante do quadro desfavorável. Isso remonta à atuação governamental em distintos graus – seja concedendo empréstimos diretamente às matrizes e conduzindo os processos de reestruturação dessas companhias, seja reduzindo impostos, oferecendo subsídios e diminuindo as taxas de juros para estimular as vendas.

3.1. Os impactos da crise sobre a indústria automobilística

A recente crise econômica internacional, eclodida com a elevação da inadimplência das hipotecas de alto risco (*subprime*) nos Estados Unidos, em 2007, e agravada com a falência do banco de investimento *Lehman Brothers*, no segundo semestre de 2008, evidenciou graves impactos que ultrapassaram a esfera financeira e atingiram a dimensão real da economia, com efeitos sobre emprego e renda. Um dos principais mecanismos que atuou nesse sentido foi o crédito, mediante sua forte contração. Na gestação da crise, desempenharam importante função inúmeras modalidades de inovações financeiras criadas no ambiente das finanças desregulamentadas, como o processo de securitização, os derivativos de crédito, os títulos de curto prazo lastreados em ativos etc., que exacerbaram a transferência e a disseminação de riscos, inclusive mediante a condução de operações “fora de balanço”.

Cintra e Farhi (2008) chamam a atenção para a configuração de um sistema conformado em meio à regulamentação precária das instituições financeiras, mais especificamente, para o denominado *global shadow banking system*. Este englobava os grandes bancos de investimentos independentes, os *hedge funds*, os fundos de investimentos, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras, além, nos Estados Unidos, dos bancos regionais especializados em crédito hipotecário (que não têm acesso ao redesconto) e as agências quase públicas (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*), criadas para prover liquidez ao mercado imobiliário americano.

“[Tratava-se, portanto, de] um conjunto de instituições que funcionava como banco, sem sê-lo, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos. Mas, diferentemente dos bancos, eram displicentemente reguladas e supervisionadas, sem reservas de capital, sem acesso aos seguros de depósitos, às operações de redesconto e às linhas de empréstimos de última instância dos bancos centrais. Dessa forma, eram muito vulneráveis, seja a uma corrida dos investidores (saque dos recursos ou desconfiança dos aplicadores nos mercados de curto prazo), seja a desequilíbrios patrimoniais (desvalorização dos ativos em face dos passivos)” (Cintra e Farhi, 2008, p.36-37).

As primeiras manifestações da crise surgiram com a falência, em abril de 2007, da *New Century Financial Corporation*, o segundo maior credor de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos, e prosseguiram com a falência de dois *hedge funds*, que investiam nesse tipo de hipotecas, ligados ao *Bear Stearns* no final de julho e com a suspensão de resgates das quotas de três fundos imobiliários administrados pelo *BNP-Paribas* em agosto do mesmo ano. Como grande parte dos *asset-backed commercial papers* tinha como garantia ativos semelhantes, os investidores internacionais, sob maior percepção de risco das posições em créditos hipotecários, reduziram sua demanda por essa modalidade de *commercial papers* nos EUA (Borça Jr. e Torres Filho, 2008; Kacperczyk e Schnabl, 2010). No Reino Unido, verificou-se, inclusive, uma corrida bancária contra o *Northern Rock*, especializado em crédito hipotecário.

Apesar das intervenções dos bancos centrais, injetando liquidez, a crise se aprofundou com os eventos ocorridos em 2008. Em março, o *JP Morgan Chase*, com uma linha de crédito do Fed, adquiriu o quinto maior banco de investimento americano, o *Bear Stearns*, que estava sob risco de falência. Em julho, problemas de liquidez foram verificados nas instituições hipotecárias privadas (mas garantidas pelo governo americano) *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, exigindo a ação do Tesouro americano com um pacote de ajuda de cerca de US\$ 200 bilhões. Em meados de setembro, o *Lehman Brothers*, sem auxílio do *Big Bank* em uma possível operação de resgate, entrou com pedido de concordata, agravando a crise e disseminando o pânico nos mercados financeiros globais¹³⁰. Medidas distintas, então, seriam tomadas, como o empréstimo de US\$ 85 bilhões do Fed ao *American International Group* (AIG), a maior seguradora americana. Também ocorreram modificações patrimoniais no sistema financeiro americano, com a compra dos bancos de investimento *Merrill Lynch* e *Washington Mutual* pelo *Bank of America* e pelo *JP Morgan Chase*, respectivamente, enquanto seus concorrentes *Morgan Stanley* e *Goldman Sachs* se tornaram, sob aprovação do Fed, *holdings* bancárias, permitindo-lhes receber suporte financeiro do banco central americano mediante injeções de liquidez (Borça Jr. e Torres Filho, 2008).

Com a eclosão da crise financeira e a crescente preocupação em relação à capacidade de solvência do sistema bancário americano, difundiu-se uma situação de incerteza

¹³⁰ Com isso, fundos detentores de *commercial papers* do *Lehman Brothers*, como o *Reserve Primary Fund*, registraram enormes perdas e congestionaram os *money markets* até o governo americano anunciar depósitos de garantia às aplicações naqueles mercados. Embora isso tenha detido a corrida contra o resgate dos títulos, a demanda dos fundos por todos os tipos de *commercial papers* arrefeceu, o que seria apenas contornado após o Fed passar a comprá-los diretamente (Kacperczyk e Schnabl, 2010). Sobre o funcionamento mais amplo dos mercados de títulos durante a crise, ver Krishnamurthy (2010).

generalizada¹³¹. Dadas as interconexões entre as estruturas das instituições financeiras em âmbito internacional e o desconhecimento das posições assumidas pelos agentes nos mercados financeiros, sobretudo em operações conduzidas “fora de balanço” e aos possíveis detentores de “ativos tóxicos”, observou-se intensa retração dos mercados de dívida e interbancário. Isso provocou uma forte contração do crédito global. Esse bloqueio dificultou a obtenção ou renovação de financiamentos nos mercados de crédito e de capitais. Quando concedidos, estavam condicionados à redução dos prazos, à elevação das taxas de juros e ao aumento do volume de garantias, visando minimizar o risco de crédito ou inadimplência. Receosas, as empresas reviram seus planos de produção e investimento, diminuindo suas previsões ou postergando-os. Igualmente preocupadas, as famílias se resguardaram do consumo, sobretudo de bens de consumo duráveis. Com o aumento do grau de preferência pela liquidez dos diversos agentes, refletido na deterioração das condições de captação de recursos e no adiamento das decisões de demanda, disseminou-se a crise financeira para o lado real da economia, atingindo o emprego e a renda, uma vez contidos o consumo, a produção e o investimento.

Em decorrência dos prejuízos verificados por instituições financeiras nos Estados Unidos e demais economias da Tríade, acentuou-se um processo de saída de investidores estrangeiros, que atuavam principalmente com capital volátil de curto prazo, das economias emergentes em direção a suas economias de origem, visando cobrir parte dos resultados negativos lá obtidos. Intensificou-se uma fuga de capitais em busca do dólar e de títulos do Tesouro americano, considerados, respectivamente, a moeda-chave do padrão monetário internacional e os ativos mais seguros do sistema financeiro. Ou seja, diante da incerteza, optou-se pela segurança e liquidez, em detrimento da rentabilidade. Embora não o único, esse foi um fator que contribuiu para a valorização do dólar, sobretudo no segundo semestre de 2008, após um período de fortalecimento de diversas moedas frente à moeda americana¹³². Ademais, em face de problemas financeiros e forte redução das vendas por parte das matrizes de diversas corporações transnacionais localizadas, primordialmente, em países desenvolvidos e com filiais

¹³¹ Conforme ressalta Guttman (2008, p.27), a crise “seguiu o padrão clássico da superampliação movida pela euforia, um momento de instabilidade aguda que marcou um ponto de inflexão e a retração pelo pânico”. O autor aponta também suas especificidades: “particularmente surpreendentes têm sido a velocidade, o alcance e a ferocidade das rupturas, uma vez que as condições da crise transbordaram de uma fatia razoavelmente pequena do mercado de hipotecas norte-americano e engolfaram, além de desmontar, diversas camadas de securitização interconectadas”. Isso sinaliza para a frágil regulamentação sobre o sistema financeiro, ou seja, para a existência de “erros graves na forma com que os bancos (ab)usaram da sua liberdade de restrições regulamentares e supervisão atenta pelas autoridades”.

¹³² Em decorrência desse processo, muitas empresas produtivas de economias emergentes registraram elevados prejuízos com a realização de operações com derivativos financeiros que apostavam na continuidade da valorização das moedas nacionais frente ao dólar (Farhi e Borghi, 2009).

espalhadas por países emergentes, observou-se um movimento de capital no sentido periferia-centro, seja por elevação de remessas de lucros e dividendos das filiais para as matrizes, para cobrir prejuízos alhures, seja pela suspensão dos planos de investimento e, logo, do envio de recursos das matrizes para as filiais.

O processo descrito compreende, em linhas gerais, o que se verificou na economia como um todo e também, em grande medida, na indústria automobilística. Com a profunda retração dos mercados de dívida e interbancário, as instituições de crédito cativo vinculadas às montadoras e os bancos comerciais com atividades de financiamento de veículos, como *Chase*, *Wachovia* (adquirido pelo *Wells Fargo*), *Capital One*, *Citibank* e *HSBC*, contraíram o crédito¹³³. Conforme visto, os braços financeiros das corporações do setor dependem da captação de recursos via emissão de títulos. Logo, com o encolhimento desse mercado, em especial de títulos de curto prazo, como os *commercial papers*, que ocorreu desde 2007 e se agravou a partir de setembro de 2008, essas instituições passaram a enfrentar maior dificuldade em rolar seus papéis nos mercados financeiros e, conseqüentemente, enxugaram a oferta de crédito para a compra de veículos. Já os bancos comerciais, embora com acesso a auxílio do banco central e maior diversificação nas suas linhas de atuação, com o desenrolar da crise, a maior inadimplência nas hipotecas imobiliárias e o aumento dos custos de captação nos mercados interbancários, até sua posterior paralisia, também frearam a concessão de crédito¹³⁴.

“As the pool of money available to auto lenders has dried up, they have cut back on making new loans. Since late last year [2007], nearly every auto finance company has tightened its lending standards. They are forcing borrowers to put more money down. They are also demanding higher monthly payments and requiring stronger credit records and more stringent documentation” (Dash, 2008).

Ou seja, desde 2007, os requisitos para obtenção de crédito para financiamento de veículos tornaram-se mais rigorosos, ao se exigir maiores garantias, melhor histórico de crédito do devedor e parcelas mais elevadas de entrada e de pagamentos mensais. Os gráficos da Figura 12 ilustram como evoluíram nos últimos anos as condições de financiamento, oferecidas pelos braços financeiros das montadoras, para veículos novos e usados nos EUA, deterioradas, sobretudo, para os veículos novos no segundo semestre de 2008. As taxas de juros anuais médias

¹³³ Sobre a participação desses agentes em operações de empréstimos e *leasing* em 2008 no mercado americano, consultar *F&I Magazine* (2009). Destaca-se a atuação dos braços financeiros das montadoras, como *Toyota Financial Services*, *GMAC*, *American Honda Finance* e *Ford Motor Credit*.

¹³⁴ A respeito dos efeitos da contração do crédito sobre *dealers*, *captive* e *non-captive companies*, ver Finlay (2008).

alcançaram cerca de 8,5% em dezembro daquele ano¹³⁵. Os prazos médios de empréstimos reduziram-se para menos de 60 meses até o primeiro trimestre de 2009. O volume médio de crédito concedido declinou de um patamar próximo a US\$ 28 bilhões para menos de US\$ 23 bilhões ao final de 2008.

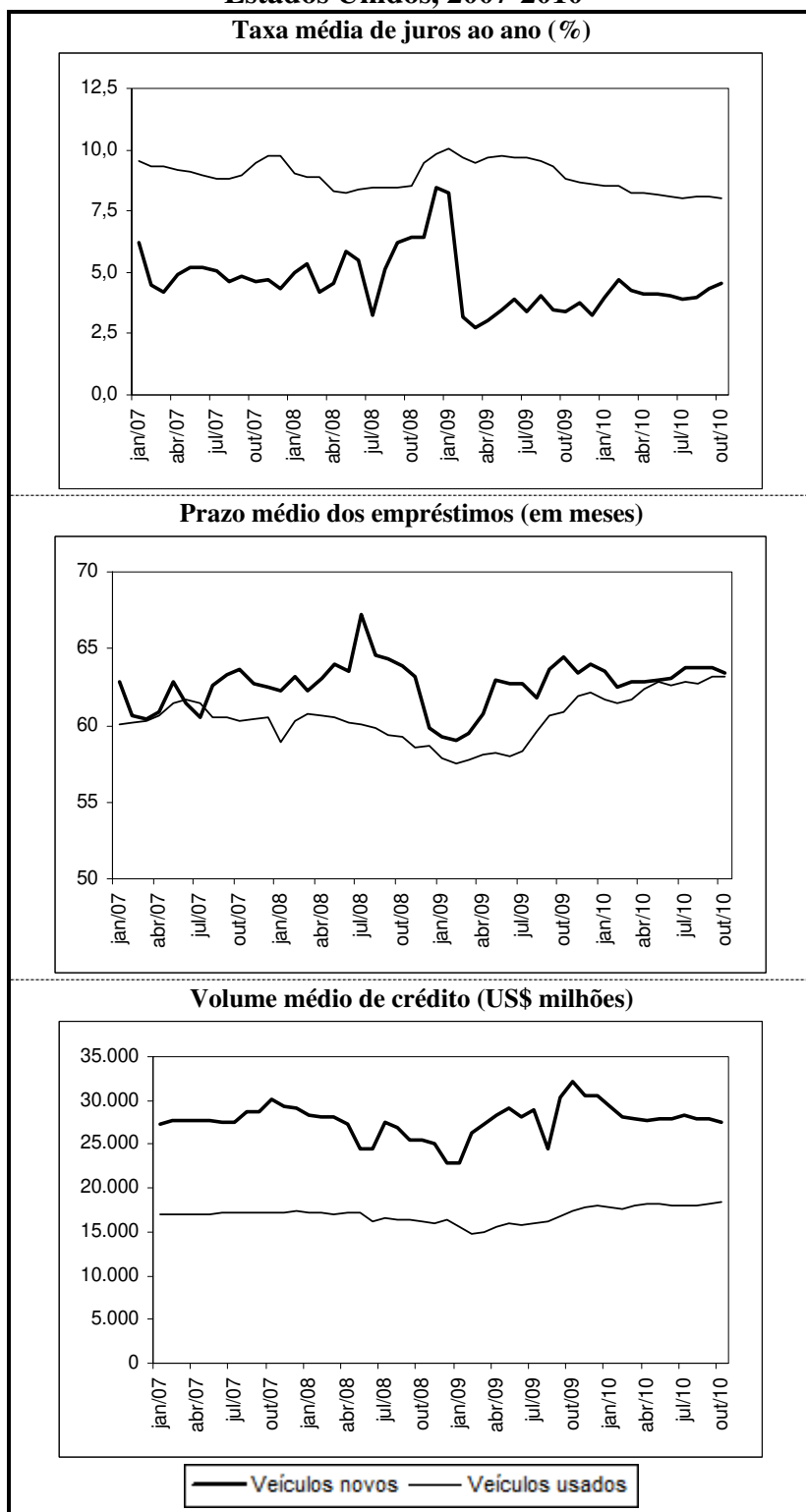
A forte contração do crédito afetou diretamente as vendas de veículos, uma vez que grande parte delas envolve algum tipo de financiamento. Mesmo quando disponível, o crédito a taxas maiores e prazos menores contribuía para inibir os consumidores a exercerem a compra de um bem de consumo durável, haja vista seu grau de endividamento e a incerteza em relação ao desempenho econômico e à manutenção de seus empregos¹³⁶. Como importante canal de comercialização dos veículos, principalmente no que tange ao financiamento junto às montadoras de seus estoques, os revendedores autorizados também foram negativamente impactados com a escassez de crédito. “First they were hit by rising gas prices. Then the crisis on Wall Street froze credit, making it difficult for dealers to finance their inventories and harder yet for buyers to get car loans” (Naughton, 2008). Concessionárias da GM, por exemplo, mesmo com dificuldades no financiamento de seu capital de giro, foram pressionadas pela GMAC, braço financeiro não mais controlado pela montadora desde 2006, a pagar à vista o principal devido por veículos em estoque superior a 180 dias (*Reuters*, 2008). Esse processo, junto com a reestruturação das corporações americanas diante da crise, culminou em uma redução do número de *dealers* nos EUA e de empregos diretos¹³⁷. Logo, o aperto creditício refletiu-se sobre toda a cadeia de comercialização, de revendedores a consumidores.

¹³⁵ Dados da NADA (2010, p.18) indicam para taxas de juros cobradas por bancos comerciais superiores em torno de dois a quatro pontos percentuais às praticadas pelas financiadoras vinculadas a montadoras ao longo do período 1999-2009.

¹³⁶ Alguns fatores que influenciam a demanda por veículos, como a taxa de crescimento do PIB, o preço do petróleo, a taxa de desemprego, a disponibilidade de crédito e o efeito riqueza via elevação do preço das moradias, são analisados pelo CAR (2009).

¹³⁷ Em 2009, foram fechadas 1.550 concessionárias. Em janeiro de 1989, existiam aproximadamente 25.000 revendedores de veículos novos nos EUA. Esse número foi paulatinamente declinando até atingir 21.200, 20.770, 20.010 e 18.460 concessionárias no início de 2007, 2008, 2009 e 2010, respectivamente. Isso se refletiu no volume de emprego, que anos antes era cerca de 1.100.000, passando para 1.057.500 em 2008 e 912.600 em 2009 (NADA, 2010). Ver também Canis e Platzer (2009).

Figura 12 – Indicadores das condições de financiamento de veículos novos e usados nos Estados Unidos, 2007-2010*

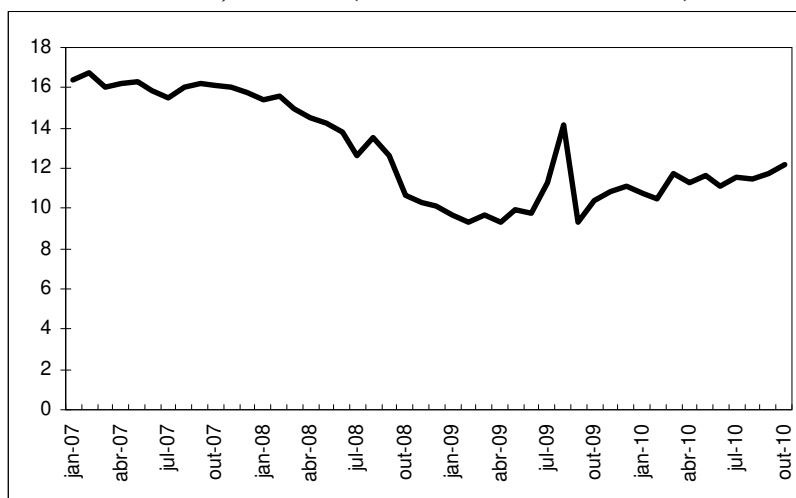


Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *Federal Reserve System*, disponíveis em: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/> (acesso em: 12/01/2011).

* Os dados são das subsidiárias das três maiores montadoras americanas e são médias ponderadas pelo volume cobrindo todos os empréstimos de cada tipo adquiridos durante o mês.

O Gráfico 15 indica o declínio das vendas de veículos leves – automóveis e comerciais leves – nos Estados Unidos. Embora isso já se verificasse de maneira tênue em 2007, acentuou-se em 2008, em especial no segundo semestre. Dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA)¹³⁸ dos Estados Unidos mostram que, em agosto de 2008, foi vendido 1,25 milhão de veículos, inferior ao 1,47 milhão do mesmo período do ano anterior. No mês seguinte, foram 962,3 mil unidades vendidas em 2008, contra 1,31 milhão em 2007. Em janeiro de 2009, observou-se o menor patamar mensal de vendas desde o início da série histórica em 1976. Foram apenas 654,7 mil unidades, contra 1,04 milhão em 2008. Apesar de as vendas em janeiro serem habitualmente inferiores às vendas no final do ano, essa contração evidencia nitidamente os efeitos da crise. Mesmo o volume anualizado de vendas, descontada a sazonalidade, permaneceu, durante os seis primeiros meses de 2009, abaixo de dez milhões de unidades, patamar estruturalmente inferior ao de anos anteriores.

Gráfico 15 – Evolução do estoque anualizado de vendas de veículos leves nos Estados Unidos, SAAR* (em milhões de unidades)



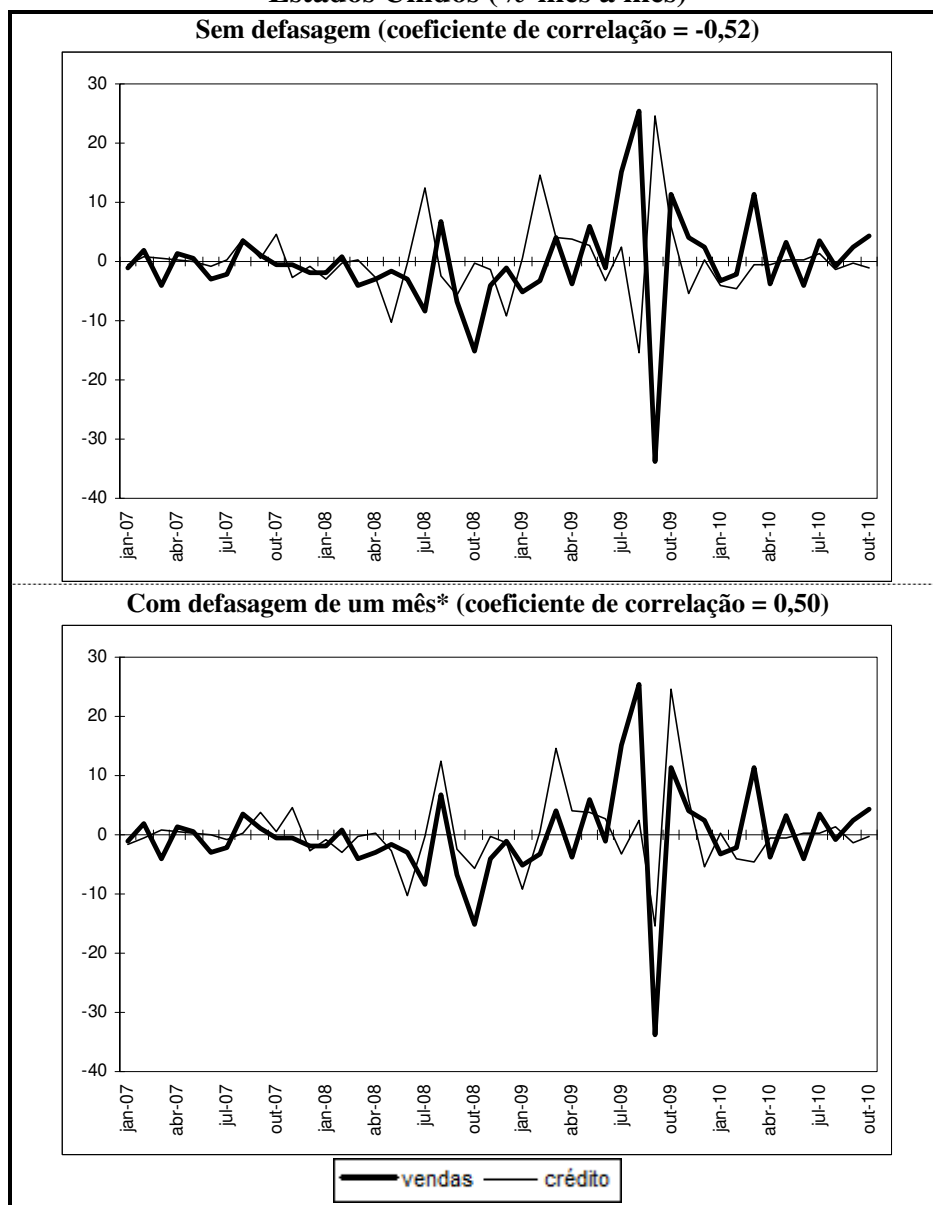
Fonte: elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), disponíveis em: <http://www.bea.gov/> (acesso em: 23/01/2011). * *Seasonally Adjusted Annual Rate*.

As vendas se recuperaram subitamente, em curto período, somente com o auxílio governamental americano – tratado na próxima seção – para a troca de veículo em agosto de 2009, quando atingiram 1,26 milhão, nível mais próximo, embora ainda inferior, ao de anos precedentes, de maior vigor econômico. Isso justifica a forte variação mensal ocorrida no período que, nesse caso, não foi reflexo das condições de crédito específicas oferecidas pelas montadoras, mas dos bônus governamentais nas compras de veículos (Figura 13). Apesar disso, reitera-se que

¹³⁸ Ver <http://www.bea.gov/> (acesso em: 23/01/2011).

nos anos considerados há uma relação importante entre crédito e vendas. Constatase, em geral, uma defasagem entre a variação do crédito e o impacto, no mesmo sentido, na variação de vendas. O gráfico com a defasagem de um mês aponta para uma proximidade das séries e uma correlação relativamente forte entre as variáveis, que pode ainda estar subestimada pelo fato de os dados de crédito se restringirem às *Big Three* americanas, não englobando todo o universo de fornecedores de crédito ao financiamento de veículos, que se estende até bancos comerciais.

Figura 13 – Variação do estoque anualizado de vendas de veículos leves e de crédito nos Estados Unidos (% mês a mês)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA) – <http://www.bea.gov/> (acesso em: 23/01/2011) – e do *Federal Reserve System* – <http://www.federalreserve.gov/datadownload/> (acesso em: 12/01/2011).

Nota: os dados de crédito são das subsidiárias das três maiores montadoras americanas.

* A série de vendas corresponde ao período n e a de crédito, ao período $(n-1)$, isto é, apresenta defasagem de um mês.

A contração das vendas no mercado americano também pode ser verificada entre as diversas montadoras, apontando para uma redução generalizada¹³⁹. Em dezembro de 2008, as vendas de veículos da General Motors despencaram 31%, as da Ford, 32%, e as da Chrysler, 53%, em relação ao mesmo período do ano anterior. Queda acentuada também se verificou entre as montadoras japonesas: as vendas da Toyota, Honda e Nissan declinaram 36,7%, 34,7% e 30,7%, respectivamente (*Reuters*, 2009). Três meses depois, em março de 2009, pôde-se notar a continuidade desse processo de encolhimento das vendas de todas as montadoras, comparativamente ao desempenho apresentado por elas em março de 2008 (Tabela 14). O total de veículos leves vendidos nos EUA recuou quase 37% em um ano (Ramsey e Ortolani, 2009). Apenas após as medidas de estímulo conduzidas pelo governo, as vendas de automóveis nos EUA apresentaram certa recuperação, como observado em agosto de 2009 (Tabela 14).

Tabela 14 – Vendas de veículos leves nos Estados Unidos em março e agosto de 2008 e 2009 (em unidades)

	Março 2009	Março 2008	Variação (%)	Agosto 2009	Agosto 2008	Variação (%)
General Motors	155.334	280.713	-44,7	245.550	307.285	-20,1
Ford	131.102	221.642	-40,8	181.826	155.117	17,2
Chrysler	101.001	166.386	-39,3	93.222	110.235	-15,4
Toyota	132.802	217.730	-39,0	225.088	211.533	6,4
Honda	88.379	138.734	-36,3	161.439	146.855	9,9
Nissan	66.634	106.921	-37,7	105.312	108.493	-2,9
Volkswagen	22.295	27.890	-20,1	33.008	28.939	14,1
Mitsubishi	4.620	10.750	-57,0	6.813	9.200	-25,9
Mazda	21.974	32.929	-33,3	26.542	23.680	12,1
Hyundai	40.721	42.796	-4,8	60.467	41.130	47,0
BMW	21.158	27.437	-22,9	24.367	30.947	-21,3
Daimler	17.356	22.563	-23,1	18.757	20.943	-10,4
Subaru	16.249	16.685	-2,6	28.683	18.932	51,5
Kia	24.724	24.871	-0,6	40.198	25.065	60,4
Isuzu	0	683	-100,0	0	289	-100,0
Suzuki	7.981	10.510	-24,1	5.749	6.083	-5,5
Jaguar Land Rover	3.422	4.806	-28,8	3.160	3.321	-4,8
Porsche	1.749	2.467	-29,1	1.526	1.404	8,7
Ferrari	142	163	-12,9	143	159	-10,1
Maserati	92	250	-63,2	127	183	-30,6
Carros	444.892	680.063	-34,6	726.934	628.947	15,6
Comerciais leves	412.843	676.863	-39,0	535.043	620.846	-13,8
Total de veículos leves	857.735	1.356.926	-36,8	1.261.977	1.249.793	1,0

Fonte: elaboração própria com base nos dados da *Autodata Corporation*.

¹³⁹ Dado o caráter global da crise, a redução nas vendas de veículos não se restringiu aos Estados Unidos, diminuindo fortemente em diversos mercados, sobretudo de economias desenvolvidas, nas quais os efeitos foram mais diretos e a recuperação, mais lenta. Na Europa, por exemplo, de 2007 para 2008, as vendas de Toyota, GM e Ford declinaram, respectivamente 18%, 15% e 10%. As próprias montadoras europeias, a exemplo de PSA Peugeot Citroën (-10%), Renault (-10%), Fiat (-7%), Volkswagen (-5%), Daimler (-5%) e BMW (-4%), também encolheram em seu continente de origem (Gianini *et al.*, 2009).

Isso reflete a profundidade e a extensão da crise, que acometeu todas as montadoras, embora em distintos graus, a depender, em grande medida, de seu padrão de financiamento e das condições competitivas pretéritas. As corporações americanas, caracterizadas por uma elevada dependência do segmento financeiro e por alto grau de alavancagem e endividamento, ou seja, por uma fragilidade financeira latente, evidenciada no segundo capítulo, foram as mais afetadas. Tal condição foi agravada pelo fato, também destacado anteriormente, de que, mesmo antes da forte redução das vendas como consequência da crise, as montadoras americanas vivenciavam uma situação desfavorável, com perda de competitividade e de mercado, inclusive nos EUA (Cintra e Borghi, 2009).

Ademais, vale lembrar que, em alguns dos braços financeiros das montadoras, como na GMAC, havia diversificação de suas atividades para o setor imobiliário. Se, por um lado, isso contribuiu para impulsionar as vendas de veículos no período de *boom*, por outro, comprometeu sua situação financeira e as possibilidades de conceder crédito a partir do momento em que a pirâmide financeira alicerçada sobre hipotecas de alto risco de inadimplência começou a desmoronar¹⁴⁰. Em relação ao elevado grau de diversificação do segmento financeiro das corporações do setor, Mercer (2009, p.200) afirma: “a consensus view would be that for car companies, car-related financial services make sense, but non-car services do not”.

As dificuldades de captação nos mercados de dívida rebateram não apenas no poder de concessão de crédito pelas montadoras e, conseqüentemente, na forte diminuição das vendas, mas também na capacidade de refinanciamento de suas obrigações de curto e longo prazo. Frente a esse obstáculo, agravou-se a situação financeira de várias corporações da indústria automobilística, especialmente das americanas, as quais se viram sob risco de liquidez e também insolvência. Logo, diante da crise, exacerbou-se – e, no limite, impôs-se – a necessidade de reestruturação desses grupos, cuja sobrevivência exigiu – notadamente, nos casos da Chrysler e da General Motors – a intervenção governamental de diversas formas, elemento a ser discutido na seção subsequente.

A dimensão da crise no setor e de sua distinção em relação às diversas corporações pode ser observada, adicionalmente, pela evolução da cotação de suas ações na Bolsa de Valores de Nova York, conforme exposto nos gráficos da Figura 14. Nota-se, para todas as companhias

¹⁴⁰ Os prejuízos líquidos com as operações hipotecárias da GMAC em 2008 e 2009 foram em torno de US\$ 4 bilhões e US\$ 7,1 bilhões, respectivamente. Para detalhes, consultar sua página eletrônica: <http://media.ally.com/index.php?s=43&item=383> (acesso em: 22/01/2011).

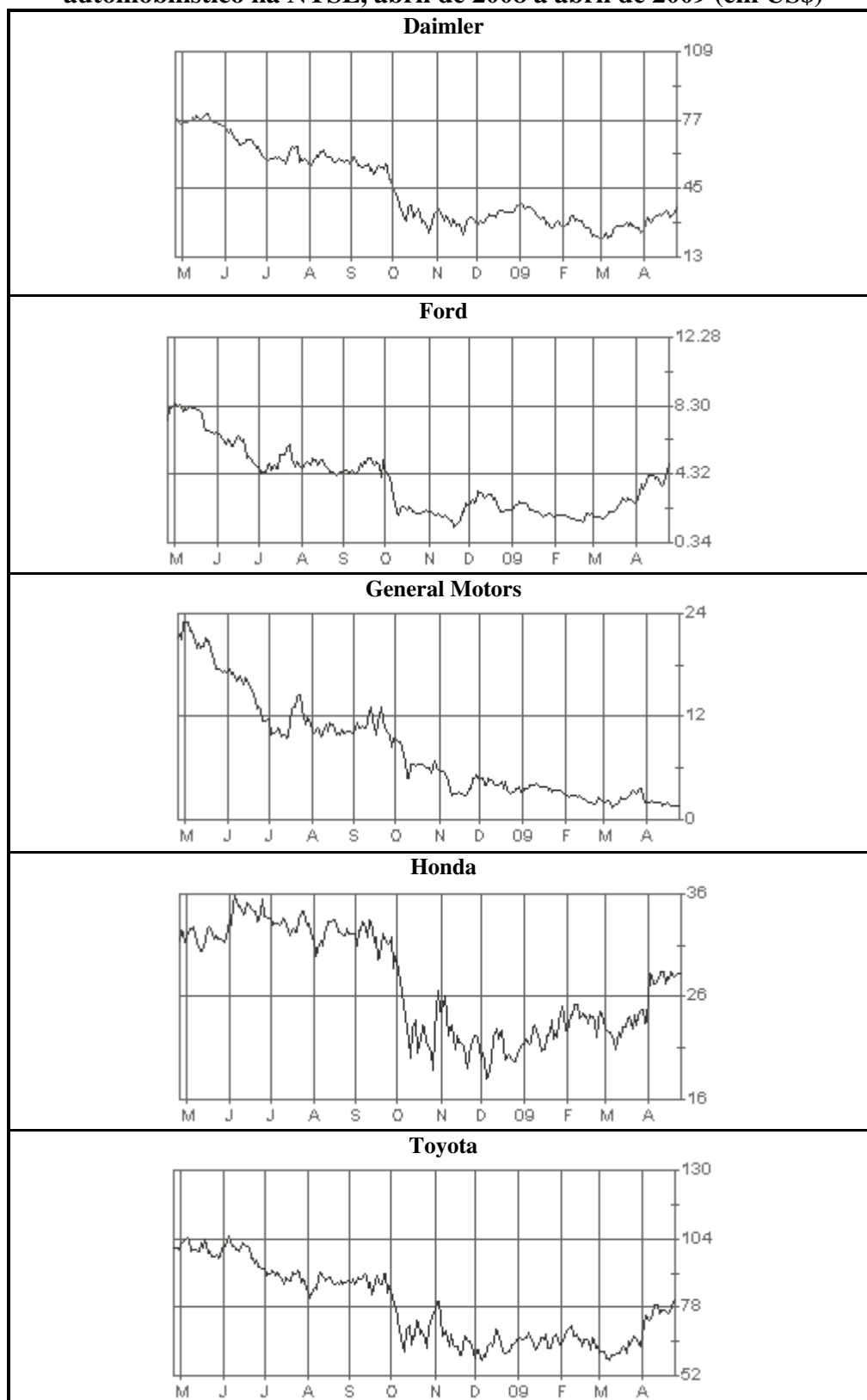
consideradas – General Motors, Ford, Daimler¹⁴¹, Toyota e Honda –, que o agravamento da crise em setembro de 2008 e a deterioração de suas condições financeiras refletiram incisivamente sobre o valor de suas ações no último trimestre do ano, com uma ruptura significativa em outubro. Evidenciam-se, ademais, os diferentes padrões exibidos por essas montadoras. Enquanto as ações de algumas esboçaram reação no início de 2009, as de outras se mantiveram na trajetória descendente, como reflexo da perda de confiança dos investidores em uma recuperação relativamente rápida da corporação. Certamente, o caso da General Motors é o mais ilustrativo. Em apenas um ano, a cotação de uma ação despencou de aproximadamente US\$ 24 para menos de US\$ 2¹⁴².

Logicamente, a maior dificuldade dos grupos em acessar novos recursos nos distintos mercados de crédito e de capitais também comprometeu a produção (Tabela 2) – arrefecida pela própria queda da demanda, além da deterioração das condições de financiamento – e, sobretudo, os planos de investimento, em sua maioria, suspensos ou postergados. Por um lado, tal como argumentado no primeiro capítulo, em meio ao cenário adverso e de baixa percepção de retomada da demanda no curto prazo, acentuou-se uma busca por recursos mais líquidos e menor imobilização do capital. Por outro, as opções de financiamento se restringiram, seja via obtenção de recursos externos a empresas, fortemente contraídos naquele momento, seja via utilização de seus recursos internos, comprometidos com a rolagem de dívidas ou destinados a aplicações mais líquidas. Cabe sublinhar que o potencial de financiamento interno também se deteriorou, a partir dos registros de redução nas vendas e nas receitas, que se traduziu em menores lucros ou, até mesmo, prejuízos (ver Gráficos 4 e 5, além de indicadores apresentados no segundo capítulo).

¹⁴¹ Vale frisar que nesse caso não está incorporada a Chrysler, que no período compreendido já havia sido vendida e não apresentava mais ações cotadas na Bolsa de Valores de Nova York.

¹⁴² No início de março de 2009, a ação chegou a ser cotada a US\$ 1,27, menor nível desde 1933 (*Exame*, 2009).

Figura 14 – Evolução das cotações das ações de companhias selecionadas do setor automobilístico na NYSE, abril de 2008 a abril de 2009 (em US\$)



Fonte: New York Stock Exchange – NYSE (<http://www.nyse.com/>).

Dado o forte encadeamento do setor, sentiu-se o arrefecimento das montadoras também sobre a cadeia de fornecedores. Conforme mostrado no capítulo 2, era representativo o peso de dívidas das montadoras com fornecedores nas obrigações de curto prazo, denotando a importância destes na produção, sobretudo após a intensificação do processo de externalização produtiva. Logo, o agravamento da situação financeira delas, inclusive com risco de insolvência, rebateria fortemente sobre seus supridores, que também poderiam sofrer uma escassez de recursos em caixa para honrar seus compromissos¹⁴³.

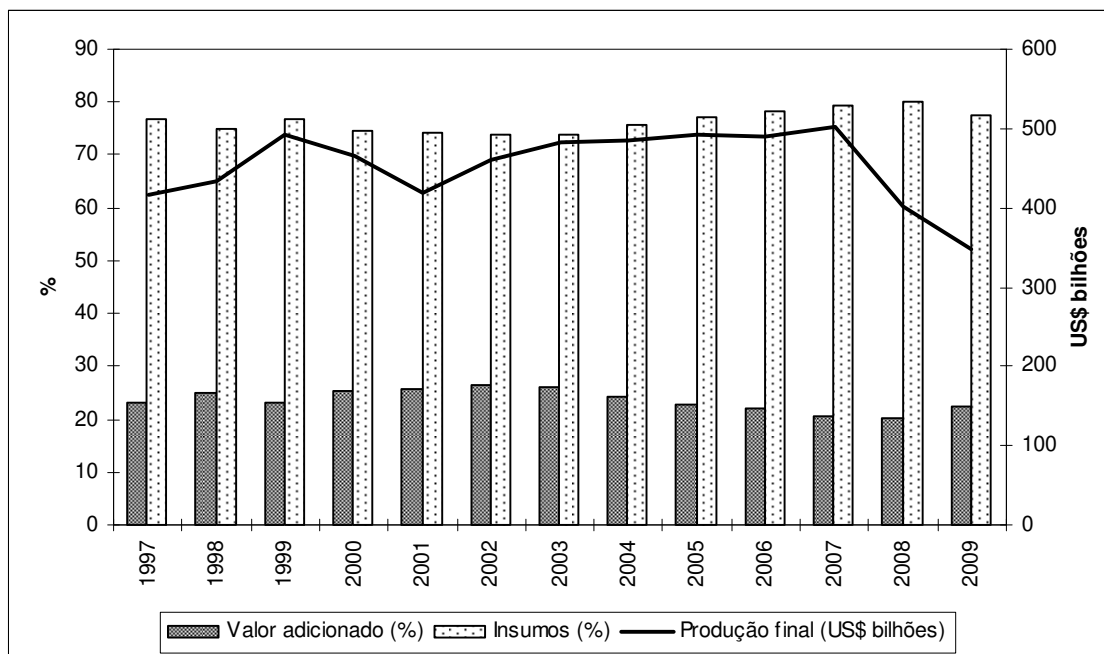
Ainda que a crise tenha se difundido para todas as economias, em distintos graus, a indústria automotiva (montadoras e fornecedores) foi atingida, de forma mais profunda e prolongada, nos países desenvolvidos. Destaca-se, em especial, a contração da indústria americana. De acordo com o Gráfico 16, nota-se que o produto total gerado pela indústria automotiva nos EUA, no período 1997-2009, esteve entre US\$ 400 bilhões e US\$ 500 bilhões. A contração mais significativa ocorreu justamente a partir de 2007. Em 2009, a produção final foi inferior a US\$ 350 bilhões. Verifica-se ainda que, desse total, 20% a 25% corresponderam ao valor adicionado. A maior parte, portanto, referia-se aos insumos utilizados na produção dos bens finais. Segundo dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA)¹⁴⁴ dos Estados Unidos, para o setor industrial como um todo, o valor adicionado representava em torno de um terço do produto total, parcela superior à observada na indústria automotiva. Dedutivamente, os bens intermediários, embora também com peso maior no produto, eram, em média, menos representativos do que no setor automotivo. Ou seja, o setor automotivo agregava menos valor do que a média dos setores industriais nos EUA¹⁴⁵.

¹⁴³ Os efeitos da crise sobre o setor de autopeças americano podem ser vistos em Spector e Mitchell (2009) e Dolan e Bennett (2009). Destacam-se os pedidos de recuperação judicial de algumas empresas em 2009 (quatorze dos 150 principais fornecedores de autopeças dos EUA) e o auxílio financeiro do governo às montadoras, que evitou um processo amplo de falências, haja vista que um fornecedor pode atender mais de uma montadora. A própria GM, antes de pedir concordata, antecipou pagamentos a fornecedores, de maneira a aliviar temporariamente seus caixas. A ajuda governamental aos fornecedores também se materializou mediante o estabelecimento do *Auto Supplier Support Program*, com fundos de US\$ 5 bilhões do Tesouro americano.

¹⁴⁴ Ver <http://www.bea.gov/> (acesso em: 14/12/2010).

¹⁴⁵ Essas constatações poderiam resultar de uma combinação de elementos. O fato de o setor automotivo apresentar uma parcela mais expressiva de gastos com insumos do que a média dos setores industriais nos EUA poderia refletir um maior encadeamento de suas atividades produtivas. Também poderia representar uma menor capacidade de agregação de valor, decorrente, por exemplo, da perda de competitividade das empresas americanas, com custos mais elevados. Adicionalmente, poderia simbolizar o cômputo de maiores despesas com depreciação, cuja lógica não se restringe à esfera produtiva, ao se constituir uma medida para a geração de caixa, conforme apontado no segundo capítulo.

Gráfico 16 – Produção do setor automotivo americano, dividida em valor adicionado e insumos, 1997-2009

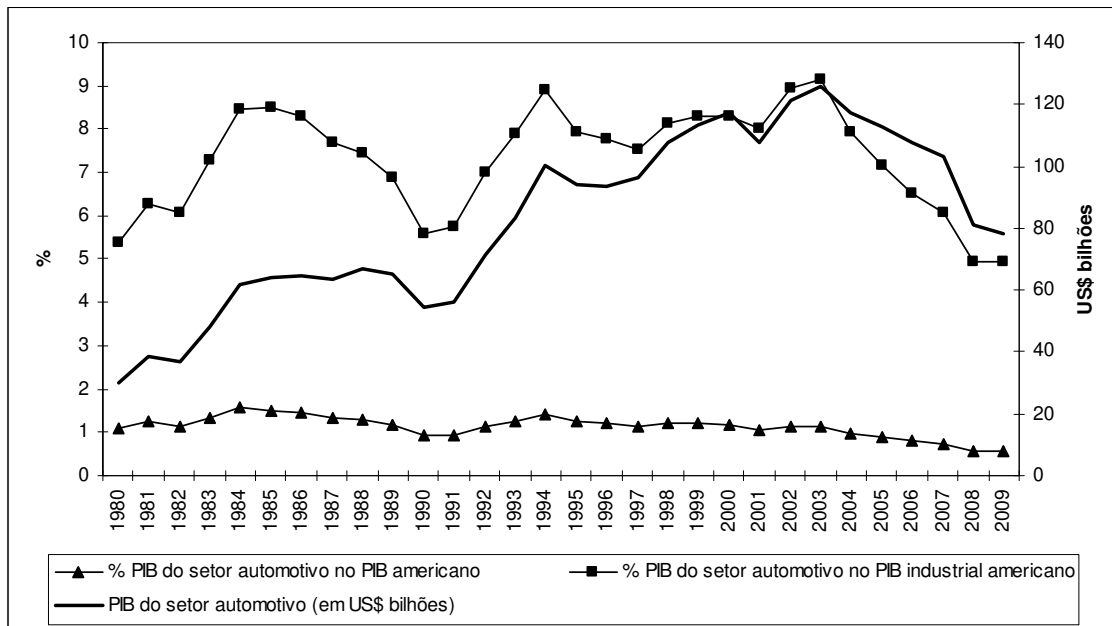


Fonte: elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), disponíveis em: <http://www.bea.gov/> (acesso em: 14/12/2010).

Ao se tomar um período mais longo, permitido pela disponibilidade de dados, tem-se que o PIB do setor cresceu durante o período 1980-2009, atingiu US\$ 125,6 bilhões em 2003 e, a partir de então, passou a declinar, auferindo um patamar inferior a US\$ 80 bilhões em 2009. O crescimento nos anos 1980 e 1990 refletiu-se em uma participação do PIB do setor no PIB americano superior a 1% em praticamente todos os anos. A tendência declinante verificou-se a partir de 2003. O PIB do setor automotivo acompanhou, ainda que com maiores oscilações, o PIB do setor industrial. Isso se refletiu na trajetória semelhante entre o PIB da referida indústria e sua participação no PIB industrial nas duas primeiras décadas consideradas. O descompasso mais grave entre os respectivos valores adicionados ocorreu justamente a partir de 2003, quando o PIB automotivo começou a diminuir e o PIB industrial ainda permaneceu crescendo até 2007. Esse menor dinamismo do setor nos EUA poderia ser reflexo tanto da maior debilidade financeira das empresas americanas como de seu movimento de internacionalização e reestruturação produtiva. De todo modo, provocou uma queda acentuada da participação do PIB automotivo no PIB industrial, ao menor patamar (abaixo de 5%) ao longo de trinta anos, devendo-se observar que fora superior ou próximo a 9% em outros momentos (Gráfico 17). Esse gráfico ajuda, portanto, a caracterizar os dois processos de contração da indústria automotiva americana, tanto face à

fragilidade das *Big Three* na década de 2000 que culminou em fechamento de plantas produtivas nos EUA, como diante da crise econômica recente.

Gráfico 17 – Evolução do PIB da indústria automotiva nos EUA, 1980-2009



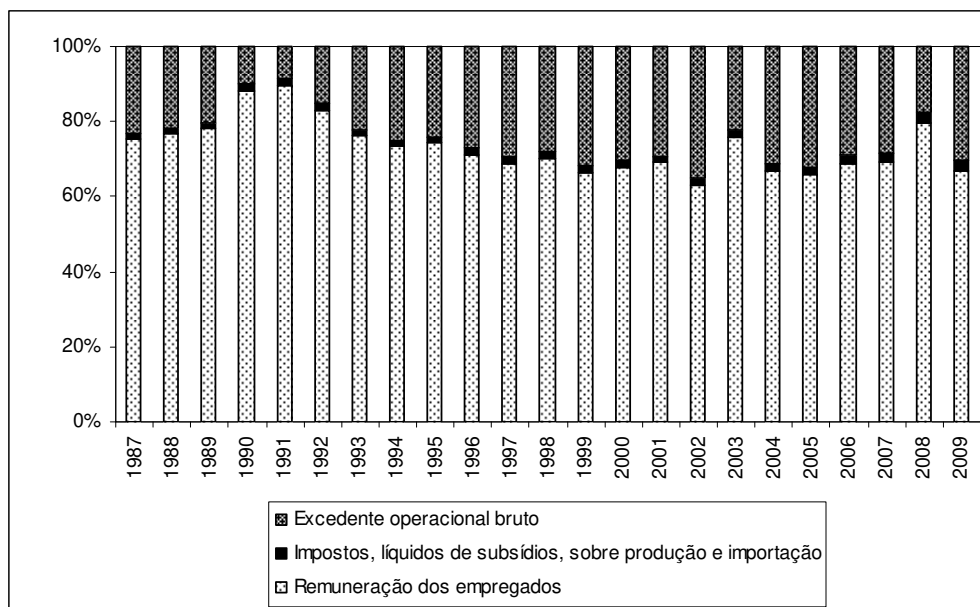
Fonte: elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), disponíveis em: <http://www.bea.gov/> (acesso em: 14/12/2010).

O Gráfico 18 mostra que a maior parcela do valor adicionado gerado pela indústria automotiva americana foi apropriada ao longo do tempo pelos trabalhadores, na forma de salários e outras contribuições sociais. Essa participação alcançou 89,6% em 1991. A parte referente ao governo (impostos, líquidos de subsídios) nunca foi muito expressiva. Apenas a partir de 2005 superou 2% e, em 2009, atingiu 3,1%. O montante apropriado pelas empresas na forma de lucros foi, em média para o período, de 25% do valor adicionado. Durante a década de 1990, sua tendência foi de ampliar-se, em detrimento dos demais componentes, sobretudo salários e contribuições sociais. Em 2002, representou 35,1% do valor adicionado pelo setor.

Essa composição contrasta com a distribuição do valor agregado pelo setor industrial americano (Gráfico 19). Apesar da maior participação do valor adicionado apropriada pelos trabalhadores, ela foi bastante inferior à observada no setor automotivo. Diferentemente daquele setor em particular, mais de 3% do valor agregado foi apropriado, em quase todo o período, pelo governo. Outra distinção importante é a parcela apropriada pelas empresas, que superou um terço na maior parte do período e que, nos últimos anos, ultrapassou 40%, o que não foi observado na indústria automotiva. Isso provavelmente reflete a deterioração das condições competitivas das

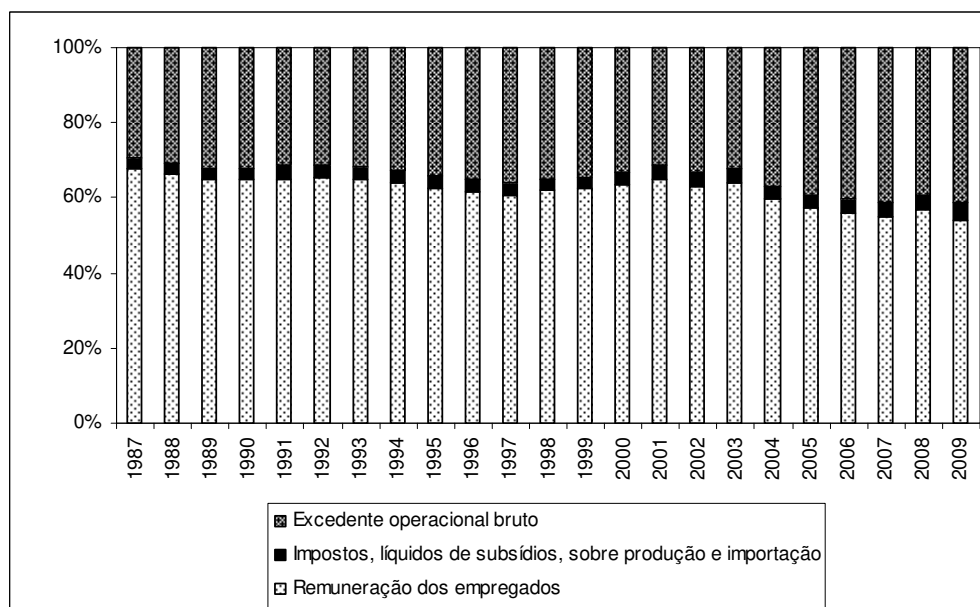
empresas americanas do setor automotivo, sobretudo na década de 2000, atrelada aos menores resultados operacionais.

Gráfico 18 – Participação dos componentes do valor agregado pela indústria automotiva americana, 1987-2009



Fonte: elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), disponíveis em: <http://www.bea.gov/> (acesso em: 14/12/2010).

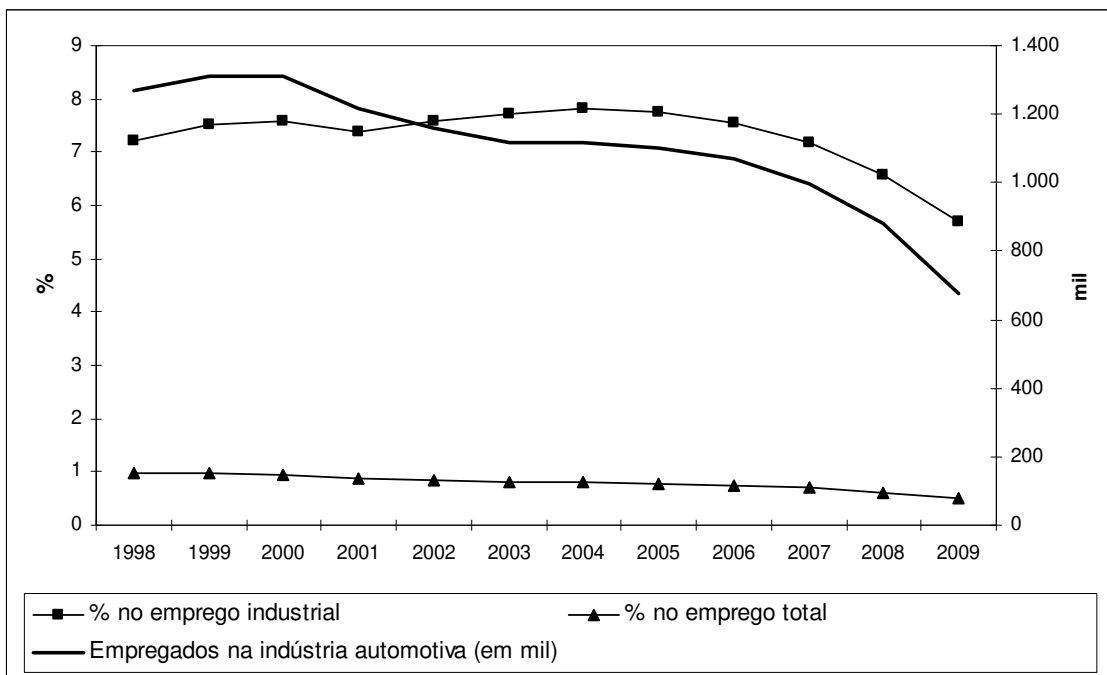
Gráfico 19 – Participação dos componentes do valor agregado pelo setor industrial americano, 1987-2009



Fonte: elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), disponíveis em: <http://www.bea.gov/> (acesso em: 14/12/2010).

O emprego automotivo, por sua vez, reduziu-se, passando de 1,27 milhão de empregados em 1998 para 675 mil em 2009. A trajetória de queda do emprego observada no período aponta, uma vez mais, para: o problema estrutural existente no setor naquele país, com fragilização financeira, desalavancagem operacional – reflexo do deslocamento da produção para outras regiões do globo e da adoção de estratégias de *downsizing* pelos grupos – e perda de competitividade das montadoras americanas; e, de maneira mais severa, os efeitos da crise eclodida a partir de 2007. O emprego total nos EUA evoluiu de maneira distinta no período. Teve uma trajetória crescente até 2007, quando atingiu 143,77 milhões de empregados, porém registrou, diante da crise, forte retração, alcançando 137,01 milhões de empregados em 2009. Isso explica a redução da participação dos empregados da indústria automotiva no total de empregados da economia. Tal participação, que foi de cerca de 1% em 1998, alcançou 0,5% em 2009 (Gráfico 20).

Gráfico 20 – Evolução do emprego na indústria automotiva nos EUA, 1998-2009



Fonte: elaboração própria com base em dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), disponíveis em: <http://www.bea.gov/> (acesso em: 14/12/2010).

Nota: inclui emprego de jornada completa ou parcial. Considera-se todo o setor produtor de veículos, peças, componentes e partes.

Esse perfil difere do observado no emprego industrial americano. Assim como o emprego no setor automotivo, o emprego industrial diminuiu. Em virtude disso, a participação dos empregados no setor em análise em relação ao total de empregados na indústria manteve-se

em torno de 7,5% até 2006. A partir daquele momento, essa participação declinou severamente, até atingir 5,7% em 2009, resultante de uma queda mais acentuada do emprego nesse setor específico do que na média dos setores industriais (Gráfico 20).

Tais constatações referentes ao declínio de vendas, produção e emprego de modo mais acentuado no período entre 2007 e 2009 “exemplificam nitidamente como uma crise de origem financeira, combinada com fatores competitivos intrínsecos a cada setor, pode ser transmitida para a economia real, sobretudo pelo canal do crédito, e afetar distintamente as empresas, expondo as fragilidades de cada uma frente ao cenário desfavorável” (Cintra e Borghi, 2009). O *credit crunch* impactou a indústria automobilística de diversas formas. Por um lado, como as vendas de veículos dependem fortemente da concessão de crédito e o segmento financeiro desempenha um papel importante dentro da dinâmica das corporações, em termos de rentabilidade e estímulo à comercialização, o aperto creditício desaqueceu a demanda por veículos, também abalada pelo grau de endividamento dos consumidores e por sua confiança na capacidade de recuperação econômica posterior. Isso resultou em lucros menores, ou prejuízos, para as empresas. Por outro lado, a escassez de crédito dificultou o refinanciamento de dívidas das corporações, bem como a obtenção de novos recursos, agravada pela queda nas cotações das ações. Assim, intensificaram-se a redução da produção, já arrefecida pela demanda, e principalmente o processo de adiamento das decisões de investimento, exacerbando o efeito pró-cíclico descendente.

Como resultado, houve uma deterioração das condições financeiras das montadoras, sobretudo americanas, agravando as dificuldades por elas enfrentadas e colocando-as, inclusive, diante do risco de concordata. Devido à representatividade dessas companhias no setor e ao forte encadeamento entre essa e as demais indústrias, verificado pela forte diminuição da produção e do emprego automotivos¹⁴⁶, tornou-se indispensável a imediata intervenção do Estado em diversas economias, mediante as atribuições – na denominação de Minsky – do *Big Bank* e do *Big Government*¹⁴⁷.

¹⁴⁶ Sobre o poder de arrasto da indústria automobilística na economia americana, medido a partir das matrizes de insumo-produto dos Estados Unidos, ver Luo (2009). Segundo o autor, justifica-se a intervenção governamental nesse setor, dada a constatação de seu forte encadeamento com os demais. Outra avaliação do setor, sobretudo em termos de empregos gerados direta e indiretamente, pode ser encontrada em CAR (2010).

¹⁴⁷ “Nosso argumento, entretanto, vai além dos casos de novos conglomerados, métodos e indústrias. Grupos antigos e indústrias estabelecidas, sejam ou não atacados diretamente, também vivem sob o vento perene. Existem situações, no processo da destruição criativa, em que muitas firmas soçobram, mas se conseguissem vencer determinadas tempestades, teriam uma vida vigorosa e útil. [...] decerto não tem sentido tentar manter indefinidamente indústrias obsoletas; mas tem sentido evitar que elas desmoronem violentamente e construir um caminho que pode tornar-se centro de efeitos depressivos cumulativos, numa retirada

3.2. O papel do Estado na recuperação do setor

Dada a importância econômica do setor e o volume de empregos gerados direta e indiretamente, diversas decisões de política foram conduzidas por diferentes Estados Nacionais diante do agravamento do cenário adverso a partir dos mercados financeiros e do espectro de recessão mundial¹⁴⁸. As medidas adotadas buscavam, por um lado, estimular as vendas no curto prazo e, por outro, atuar diretamente nos processos de reestruturação patrimonial das montadoras mais afetadas¹⁴⁹, de modo a reduzir os efeitos depressivos sobre a cadeia de produção e comercialização de veículos (consumidores – revendedores – braços financeiros – montadoras – fornecedores diretos e indiretos). Procura-se, nesta seção, retratar o auxílio direto prestado às montadoras, sobretudo americanas, e os vários programas de incentivo às vendas nos países, destacando o Brasil. De acordo com Haugh *et al.* (2010, p.16), as ações governamentais se justificavam por diversos motivos:

“Government interventions can be motivated by a range of factors. As the industry is highly concentrated, intervention is believed to be feasible and manageable. Large and regionally concentrated employment makes the industry politically sensitive. Strong interconnections between the automobile industry and other industries imply that spillover effects are high. Stimulating vehicle demand is seen as an effective way to strengthen aggregate demand by moving purchases forward and potentially has environmental sidebenefits. Finally, bailing out automakers can help solve credit problems when automakers have financing companies”.

Conforme ressaltado, as corporações americanas, notadamente General Motors e Chrysler, apresentavam graves problemas financeiros no último trimestre de 2008, necessitando de aportes de capital para a manutenção das atividades correntes, em virtude da deterioração dos fluxos de caixa e das dificuldades de acesso aos mercados de crédito e de capitais. A fim de que pudessem auferir tempo para elaborar e promover planos de reestruturação, procurando não recorrer a pedidos de recuperação judicial (ou concordata) sob o Artigo 11 da legislação americana sobre falências, foi necessária a ajuda governamental direta, mediante a concessão de

ordeira” (Schumpeter, 1942, p.121). Isso vale não apenas no nível setorial, isto é, com o surgimento ou obsolescência de setores, mas também para a configuração e os rearranjos dentro de uma indústria. Tal afirmação permite compreender os desafios das montadoras americanas e os auxílios governamentais prestados diante do agravamento da crise.

¹⁴⁸ Uma análise dos desafios da indústria automobilística, sobretudo frente à crise, pode ser encontrada em *Problèmes Économiques* (2009).

¹⁴⁹ Ingrassia (2010a) realiza uma ampla descrição dos processos de ascensão e declínio das *Big Three* americanas, com ênfase para os problemas decorrentes da crise e as negociações com o governo para salvar as companhias. O mesmo tema, porém de uma perspectiva mais gerencial, a partir do modo de condução das corporações por seus principais executivos ao longo do tempo, pode ser visto em Taylor III (2010).

empréstimos¹⁵⁰. A princípio, foram solicitados pelas montadoras americanas empréstimos governamentais no montante de US\$ 34 bilhões. Após aprovado na Câmara dos Representantes dos Estados Unidos, o pacote de socorro de US\$ 14 bilhões à GM e à Chrysler foi recusado pelo Senado (Cardoso, 2008b e 2008c). Diante disso e da necessidade de auxílio financeiro por parte das companhias, o Executivo concedeu-lhes empréstimos de US\$ 17,4 bilhões em dezembro de 2008, sendo US\$ 13,4 bilhões destinados à GM e US\$ 4 bilhões à Chrysler. Os recursos eram provenientes do *Troubled Asset Relief Program* (TARP), pacote de US\$ 700 bilhões sancionado pelo Congresso em outubro daquele ano para resgatar o sistema financeiro (Herszenhorn e Sanger, 2008; *Folha de S. Paulo*, 2008a).

Complementarmente, o governo canadense conferiu empréstimos emergenciais de US\$ 3,3 bilhões às duas montadoras (McGurty, 2008). Além disso, no final de dezembro de 2008, o *Federal Reserve* aprovou a transformação da GMAC em *holding* bancária, para que ela estivesse apta a receber mais US\$ 5 bilhões do programa destinado a reorganizar o sistema financeiro e pudesse expandir sua base de captação. Também foi emprestado mais US\$ 1 bilhão à General Motors, para uma operação de recapitalização (*Folha de S. Paulo*, 2008b). Em meados de janeiro, a *Chrysler Financial* recebeu empréstimo de US\$ 1,5 bilhão, a fim de estimular o financiamento de veículos e recuperar as vendas¹⁵¹. Com esses recursos, a Chrysler imediatamente disponibilizou aos seus clientes financiamentos a juros zero com prazo superior a sessenta meses para diversos modelos (Lawder, 2009; Ishikawa, 2009). Naquele mês, já se colocava a possibilidade de uma parceria entre a montadora americana e a Fiat.

Sob condição dos empréstimos aprovados em dezembro, GM e Chrysler apresentaram ao governo americano, em fevereiro de 2009, seus planos de viabilidade¹⁵². Estes envolviam iniciativas em três frentes: 1) encerramento de fábricas e linhas de produção de alguns modelos de veículos e, no caso da GM, de marcas pertencentes ao grupo; 2) negociação com o sindicato *United Auto Workers* e redução das dívidas com os fundos de pensão dos trabalhadores; e, 3) reestruturação da dívida de US\$ 27 bilhões (GM) e US\$ 5 bilhões (Chrysler), buscando facilitar as condições de pagamento junto aos credores e converter parte em ações (*Valor*

¹⁵⁰ No caso da Chrysler, não foi a primeira vez. Sobre os desafios enfrentados pela montadora nos anos 1970 e o empréstimo governamental, necessário à sua sobrevivência, de US\$ 1,5 bilhão, concedido ao final de 1979 e quitado em 1983 junto com o pagamento total de juros de US\$ 300 milhões, ver Belzowski (2000, p.273-279) e Ingrassia (2010a, p.62).

¹⁵¹ Sobre os auxílios financeiros prestados na administração George W. Bush e as contrapartidas exigidas das montadoras, ver Cooney (2009).

¹⁵² Podem ser visualizados por meio da página eletrônica da *National Automobile Dealers Association* (NADA): <http://www.nada.org/Advocacy+Outreach/timeline/> (acesso em: 26/01/2011).

Econômico, 2009a). Visto que os recursos concedidos não foram suficientes para reerguer as companhias, restringindo-se a aliviar momentaneamente seus caixas, mais US\$ 21,6 bilhões foram requisitados, dos quais US\$ 16,6 bilhões seriam destinados à GM, totalizando US\$ 30 bilhões, e os US\$ 5 bilhões restantes, à Chrysler, somando ajuda de US\$ 9 bilhões (King Jr. e Stoll, 2009).

Em março de 2009, após avaliação da equipe econômica do governo e o indeferimento do pedido, foi estendido o prazo (trinta e sessenta dias para Chrysler e GM, respectivamente) para a apresentação de medidas viáveis de reorganização das companhias, a fim de que continuassem recebendo auxílio financeiro. Sob pressão da Casa Branca, demitiu-se o CEO da GM, Rick Wagoner. A Ford, que não solicitara ajuda governamental, conseguiu no mês seguinte renegociar com seus credores parcela de sua dívida, em troca de dinheiro e ações, no montante de US\$ 9,9 bilhões¹⁵³ (Dolan e Stoll, 2009).

No final de abril de 2009, a General Motors recebeu mais US\$ 2 bilhões do Tesouro americano para manter sua produção e financiar seu capital de giro (*Folha de S. Paulo*, 2009). A companhia também realizou uma nova proposta aos portadores de títulos e aos trabalhadores, buscando promover a reestruturação necessária e evitar um pedido de concordata. Aos detentores de títulos, foi oferecida a troca da dívida não segurada de US\$ 27 bilhões por ações, de modo que obteriam 10% de participação na corporação e cerca de 38% do valor de face dos títulos. Ao sindicato dos trabalhadores, caberia administrar um fundo de US\$ 10 bilhões em ações que seria criado para cobrir custos de seguro-saúde dos aposentados. Além disso, haveria cortes de mais 7.000 empregos sindicalizados, fechamento de 40% dos revendedores e venda ou encerramento de marcas menos lucrativas (Stoll, 2009).

Naquele momento, a Chrysler, buscando renegociar US\$ 6,9 bilhões de dívidas com credores segurados, entrou com o pedido de concordata. Apoiada pelo Tesouro americano, ofereceu-lhes US\$ 2,25 bilhões em dinheiro, ao invés da proposta anterior deles de redução da dívida para US\$ 3,75 bilhões em troca de participação de 40% na corporação (Reed e MacIntosh, 2009; Simon e Bullock, 2009). Após o processo de recuperação, emergiu em junho uma “nova Chrysler” com os ativos sadios da montadora, detida por um consórcio em que 55% da participação pertenciam a fundos administrados pelo UAW, 20% (com possibilidade de incremento gradual até 35% e uma opção futura de aquisição de 51% do capital) à Fiat e o

¹⁵³ Em meados de 2010, houve a quitação de nova parcela da dívida, em torno de US\$ 4 bilhões, sendo US\$ 3,6 bilhões, pagos em dinheiro, com um fundo criado para cobrir gastos de saúde dos trabalhadores aposentados (Dolan, 2010).

restante aos governos americano e canadense. Os ativos em dificuldades permaneceram sob encargo da antiga companhia, a fim de liquidá-los e converter, sob proteção judicial, o montante arrecadado aos credores (*Valor Econômico*, 2009b). Com essa participação na Chrysler – aumentada para 25% no início de 2011¹⁵⁴ –, a Fiat pode retornar ao mercado americano¹⁵⁵, onde pretende compartilhar tecnologias e plataformas de veículos e oferecer carros compactos da própria marca e da Alfa Romeo, a serem fabricados e comercializados pelo grupo Chrysler (Berretta, 2009; Bennett, 2011b).

Situação semelhante foi vivenciada pela GM. Sem a aceitação suficiente por parte de seus credores na troca de dívidas por ações, a companhia entrou com o pedido de recuperação judicial no início de junho (Helliker *et al.*, 2009). Nesse processo, o governo americano injetou mais US\$ 30 bilhões para manter as atividades da montadora, totalizando um montante próximo a US\$ 50 bilhões canalizados durante toda sua fase de reorganização. O governo canadense também realizou aportes, que somaram US\$ 9,5 bilhões. Em pouco mais de um mês, a GM conseguiu se reabilitar e sair da concordata, tornando-se mais enxuta, ao rever uma série de contratos, fechar fábricas, reduzir rede de distribuidores e, principalmente, desfazer-se de elevado volume de títulos de dívida e compromissos trabalhistas¹⁵⁶.

A “nova GM” surgiu com 60,8% de participação do governo americano, 17,5% do sindicato de trabalhadores, 11,7% do governo canadense e 10% dos antigos credores da dívida, com possibilidade de aumento para 25% em etapa posterior¹⁵⁷ (Stoll e McLaughlin, 2009; Olmos, 2009). Apenas US\$ 8,1 bilhões dos empréstimos governamentais (US\$ 6,7 bilhões dos EUA e US\$ 1,4 bilhão do Canadá) não foram convertidos em ações. Com a melhora das condições financeiras e o incremento de vendas, a partir dos programas de incentivos aos consumidores em diversos países, essa dívida pôde ser paga em abril de 2010 (Simon, 2009; Olmos, 2010). Em novembro daquele ano, a GM promoveu sua reabertura de capital por meio de

¹⁵⁴ Para outros detalhes da parceria, inclusive de uma possível fusão entre as montadoras, consultar Bennett (2011a e 2011b).

¹⁵⁵ Cabe lembrar que sua participação de mercado nas vendas de veículos nos Estados Unidos nunca foi significativa (ver Gráfico 11 na seção sobre o financiamento da comercialização no segundo capítulo).

¹⁵⁶ Ver, por exemplo, dados do Anexo A sobre o balanço para o ano de 2009 da companhia que emerge após o período de recuperação judicial. Os próprios indicadores apresentados no capítulo 2 apontam para uma condição financeira melhor em 2009, se comparados aos de anos anteriores. Segundo Canis e Yacobucci (2010), que realizam um retrospecto da crise e da reestruturação enfrentada pelas montadoras americanas, após a concordata GM e Chrysler emergiram, respectivamente, com 75.000 e 33.000 empregados nos EUA, frente aos 91.000 e 36.000 anteriores; 209.000 e 48.000 empregados no mundo, contra 243.500 e 51.000 de antes; 34 (até o final de 2010) e 20 (em 2009) plantas produtivas, diante de 47 e 21 existentes em 2008; 3.600 e 2.355 revendedores, contra 5.900 e 3.298 anteriormente; e, produção anual nos EUA de 1.185.661 e 482.588 unidades em 2009, frente a 2.285.733 e 1.121.498 unidades em 2008.

¹⁵⁷ A “velha GM”, sob proteção contra credores, ficou incumbida de liquidar uma série de ativos indesejados pela GM, dentre eles diversos imóveis, como fábricas e escritórios, e contratos (Spector, 2009).

uma imensa oferta pública de ações. A participação acionária do governo no grupo declinou de 61% para 24%, concretizando uma perda de aproximadamente US\$ 4,5 bilhões, ao ofertar ações por US\$ 33 e as ter comprado por um custo unitário efetivo de US\$ 43,84, que poderia ser compensada por uma forte valorização do estoque de ações restantes, quando de sua venda (*Valor Econômico*, 2010). Os eventos descritos, centrados na economia americana ao longo de dois anos, são resumidos e complementados pelo Quadro 3.

Dos processos de reestruturação, conduzidos pelo governo (GM e Chrysler) ou não (Ford¹⁵⁸), emergiram corporações financeiramente mais sólidas, em comparação ao que eram, e produtivamente mais centradas. Nesse sentido, acordos trabalhistas foram negociados, demissões realizadas, plantas produtivas paralisadas ou até tiveram suas atividades encerradas, dívidas eliminadas e vendas de ativos, como de (participações em) algumas marcas pertencentes aos grupos, efetuadas, a fim de conter custos e gerar recursos de caixa para cobrir as obrigações. A Ford, que já havia vendido a Aston Martin em 2007 e a Jaguar e a Land Rover em 2008, desfz-se da Volvo em 2010 e encerrou as atividades de produção da Mercury, procurando priorizar as marcas Ford e Lincoln¹⁵⁹. Houve a redução do número de plataformas, de vinte para oito, e de modelos, de 97 para 25 (Ingrassia, 2010b). A estratégia da GM foi de manter marcas mais lucrativas, como Chevrolet, Cadillac, Buick e GMC, e vender (ou definitivamente desativar as linhas de produção de) Saab, Hummer, Pontiac e Saturn (Quadro 4). A divisão europeia da montadora, a Opel, teve sua venda praticamente acertada para a canadense Magna e o banco russo Sberbank, sob apoio do governo alemão, que concedeu € 1,5 bilhão para manter as operações da companhia antes do pedido de concordata da matriz. A GM, no entanto, desistiu do acordo e pagou o empréstimo no final de novembro de 2009. O grupo Chrysler, em parceria com a Fiat, manteve suas três marcas (Chrysler, Dodge e Jeep).

¹⁵⁸ Ver *The Economist* (2010a). Cabe ressaltar também que as montadoras, como a Ford e a Chrysler, têm recorrido a empréstimos com juros baixos do Departamento de Energia dos EUA para a modernização de suas plantas produtivas, no sentido de fabricarem veículos mais econômicos (Bennett, 2011b).

¹⁵⁹ Também houve redução de participação em algumas companhias. Em novembro de 2008, a Ford diminuiu sua participação na japonesa Mazda, de 33,4% para pouco mais de 13%, a fim de obter cerca de US\$ 540 milhões. Nessa direção, a General Motors se desfz de parcela de 3% na japonesa Suzuki por US\$ 230 milhões (Cardoso, 2008a).

Quadro 3 – Principais eventos na economia americana relacionados à indústria automobilística após o agravamento da crise

Data	Evento
15/09/2008	- Falência do <i>Lehman Brothers</i> .
30/09/2008	- Aprovada na Câmara dos Representantes dos EUA a legislação do <i>Troubled Asset Relief Program</i> (TARP).
02/10/2008	- TARP aprovado no Senado americano.
03/10/2008	- TARP em vigor, com a assinatura do presidente George W. Bush.
13/10/2008	- Restrição do crédito pela GMAC para consumidores e revendedores. - GM e Chrysler solicitam empréstimos de US\$ 10 bilhões ao governo federal americano.
07/11/2008	- Novo aperto de crédito pela GMAC: revendedores obrigados a recorrer a cooperativas de crédito locais e bancos para financiamento.
25/11/2008	- Criação do programa para facilitar a emissão de títulos lastreados em ativos (como empréstimos para compra de veículos): <i>Term Asset-backed securities Loan Facility</i> (TALF).
26/11/2008	- Requerimento da GMAC para se tornar uma <i>holding</i> bancária, com acesso aos US\$ 700 bilhões do TARP e ao redesconto do Fed. - Governo Bush solicita às <i>Big Three</i> americanas planos de viabilidade a ser compartilhados com o Congresso em 05/12/2008.
10/12/2008	- Câmara aprova o pacote de resgate para as montadoras.
11/12/2008	- Senado rejeita o pacote sob o argumento de ausência de concessões salariais pelo sindicato UAW.
19/12/2008	- Casa Branca aprova US\$ 17,4 bilhões de empréstimos para Chrysler e GM. - Fed estende TALF para cobrir o financiamento de estoque dos revendedores (<i>floorplan</i>).
29/12/2008	- Empréstimos do Tesouro de US\$ 5 bilhões à GMAC, com aprovação para se tornar <i>holding</i> bancária. - GMAC reduz exigências para concessão de crédito ao consumidor. - Empréstimo de US\$ 1 bilhão para a GM.
06/01/2009	- UAW inicia conversas de concessões junto às <i>Big Three</i> americanas.
16/01/2009	- Agências de classificação de risco rebaixam as instituições de crédito cativo das montadoras para sub-AAA, restringindo temporariamente a securitização dos empréstimos de financiamento de estoques pelo programa TALF, retomada em outubro de 2009. - Chrysler anuncia possível aliança com a Fiat.
17/02/2009	- Presidente Barack Obama assina o <i>American Recovery and Reinvestment Act</i> . - GM e Chrysler submetem planos de viabilidade ao governo americano, conforme requerido na concessão dos empréstimos do TARP durante a gestão Bush.
30/03/2009	- Prazo de 30 e 60 dias para Chrysler e GM, respectivamente, apresentarem ao governo planos mais detalhados de reestruturação para garantir viabilidade.
01/04/2009	- GMAC toma medidas para reduzir problemas de fluxo de caixa dos revendedores relacionados ao financiamento dos estoques e para estimular as vendas, expandindo o crédito ao consumidor.
27/04/2009	- GM anuncia fechamento de 42% de suas concessionárias americanas até o final de 2010, passando de 6.048 em 2008 para 3.605, além do encerramento da produção de veículos das marcas Saturn, Hummer e Pontiac, na ausência de compradores.
30/04/2009	- Presidente Obama anuncia pedido de concordata da Chrysler: como a <i>Chrysler Financial</i> precisaria de elevado montante de capital, opta-se para que a GMAC, recebendo recursos adicionais, passe a financiar as vendas de novos veículos da Chrysler.
01/05/2009	- GMAC torna-se a financiadora dos revendedores Chrysler com estoques antes financiados pela <i>Chrysler Financial</i> e provê crédito aos compradores de veículos da Chrysler.
21/05/2009	- Anúncio de novo aporte de capital do governo de US\$ 7,5 bilhões para a GMAC.
31/05/2009	- Aprovação pela Corte de Falências americana da aliança proposta entre Chrysler e Fiat.
01/06/2009	- GM pede concordata.
10/06/2009	- Fiat completa a aquisição dos ativos da Chrysler, um dia após a aprovação da venda pela Suprema Corte americana, permitindo à montadora americana sair da concordata.
24/06/2009	- Aprovação de Obama para a realização do programa <i>Car Allowance Rebate System</i> (CARS), apelidado de <i>cash for clunkers</i> .

(continua)

(continuação)

Quadro 3 – Principais eventos na economia americana relacionados à indústria automobilística após o agravamento da crise

05/07/2009	- Corte de Falências americana aprova a venda da GM para a “nova GM”, válida a partir de 09/07/2009.
10/07/2009	- GM sai da concordata.
24/07/2009	- Início do programa <i>cash for clunkers</i> .
07/08/2009	- Após aprovação do Senado americano, presidente Obama assina a conta do programa CARS, provendo US\$ 2 bilhões adicionais para seu financiamento.
25/08/2009	- Fim do programa <i>cash for clunkers</i> .
14/12/2009	- GM anuncia plano de pagamento de US\$ 6,7 bilhões de empréstimos governamentais para final de junho.
24/02/2010	- Apresentação do presidente da Toyota, Akio Toyoda, no Congresso americano para explicar falhas nos veículos e os diversos <i>recalls</i> (de 8,5 milhões de veículos no mundo até aquele momento) desde 24/11/2009.
07/04/2010	- GM anuncia novamente plano de pagamento dos empréstimos governamentais para junho, cinco anos antes do programado.
21/04/2010	- GM anuncia pagamento de US\$ 8,1 bilhões de empréstimos dos governos americano e canadense.
02/06/2010	- Ford anuncia o encerramento paulatino das operações de sua marca Mercury.
22/07/2010	- GM anuncia a compra da <i>AmeriCredit Corp.</i> por US\$ 3,5 bilhões para financiamento de veículos.
18/11/2010	- GM reabre capital, com lançamento de 478 milhões de ações ordinárias vendidas cada uma por US\$ 33 (arrecadação total de US\$ 20,1 bilhões em ações ordinárias e preferenciais).
26/11/2010	- Lançamento de novos lotes de ações da GM: arrecadação alcança US\$ 23,1 bilhões, tornando-se a maior oferta pública de ações no mundo.
21/12/2010	- Compra da <i>Chrysler Financial</i> pelo <i>Toronto Dominion Bank</i> , por US\$ 6,3 bilhões.

Fonte: elaboração própria com base nas informações da *National Automobile Dealers Association* (NADA), disponíveis em: <http://www.nada.org/Advocacy+Outreach/timeline/> (acesso em: 26/01/2011), de Terlep (2010), *Valor Econômico* (2010) e *The Economist* (2010b).

Quadro 4 – Destino das marcas colocadas à venda pelas montadoras americanas

Marcas à venda	Destino
Opel-Vauxhall (General Motors)	Manteve-se sob comando da GM (03/11/2009), após a não concretização do acordo com a fabricante canadense de autopeças Magna e o banco russo Sberbank, apesar das diversas negociações ao longo de 2009.
Saab (General Motors)	Comprada pela Spyker Cars (Holanda) em 23/02/2010, por US\$ 400 milhões.
Hummer (General Motors)	Após desistência da compra pela chinesa Sichuan Tengzhong (24/02/2010), retomado o plano de encerrar as atividades da marca.
Saturn (General Motors)	Atividades encerradas em 2010.
Pontiac (General Motors)	Atividades encerradas em 2010.
Volvo (Ford)	Comprada pela Geely (China) em 28/03/2010, por US\$ 1,8 bilhão.
Mercury (Ford)	Atividades encerradas em janeiro de 2011.

Fonte: elaboração própria com base em Dolan e Shirouzu (2010), Reed e Ward (2010), Matsubara (2011) e Walker e Fuhrmans (2009).

As medidas para recuperar a indústria automobilística não se restringiram ao suporte direto concedido às montadoras por alguns governos, particularmente dos Estados Unidos¹⁶⁰. A

¹⁶⁰ Além dos EUA, houve a participação do governo canadense e alemão no caso das montadoras americanas. Também interveio o governo francês em ajuda para as montadoras de seu país. Na França, o governo anunciou em fevereiro de 2009 que

fim de minimizar os impactos sobre produção e emprego, envolveram também inúmeras iniciativas (listadas no Quadro 5) para estimular a demanda e impulsionar as vendas, principalmente mediante a concessão de subsídios para a troca de veículos ou redução tributária sobre veículos novos, enquanto os canais de crédito ainda eram recompostos¹⁶¹. Também contribuiu para a retomada a redução das taxas de juros, para praticamente zero, em diversas economias, como Estados Unidos, Japão, Reino Unido e União Europeia.

Os programas de substituição de veículos, amplamente adotados nas economias desenvolvidas, objetivavam a recuperação das vendas e a concomitante modernização da frota, uma vez que a aprovação para recebimento de subsídios governamentais estava condicionada, em sua maioria, à troca de veículos antigos por veículos novos, mais econômicos em combustível e/ou menos poluentes, equipados com tecnologias mais avançadas e menos nocivas ao meio ambiente. Grande parte dos veículos antigos seria retirada de circulação e desmontada, procurando-se descartar ou reciclar partes e peças. Por isso, tais programas – com distintos prazos de duração e graus de intensidade – foram denominados de *scrappage programs* (“programas de desmonte e reaproveitamento”) ou *cash for clunkers* (“dinheiro por sucata”). Nem todos, porém, envolviam requerimentos de emissão de poluentes, como no caso britânico. De todo modo, “by encouraging purchases of new vehicles and ensuring the destruction of old ones, governments sought to maintain production and hence employment throughout the extensive motor vehicle manufacturing supply and distribution chain” (Canis *et al.*, 2010, p.11). Este era o princípio em que se baseavam tais programas governamentais, bem como a ideia presente nas iniciativas para estimular as vendas por meio das medidas tributárias, favorecendo com alíquotas reduzidas veículos de menor porte e movidos com combustíveis menos poluentes, uma vez que se exigiam também, em contrapartida, a manutenção de fábricas e a preservação dos empregos no setor.

disponibilizaria € 6,5 bilhões em empréstimos com vencimento em cinco anos e juros de 6% para a Renault e a PSA Peugeot Citroën, visando, em contrapartida, o não fechamento de fábricas e as demissões planejadas. Seriam € 3 bilhões para cada uma e mais € 500 milhões para a divisão de caminhões da Renault. Três outras medidas já haviam sido tomadas, a saber, um conjunto de empréstimos no total de € 2 bilhões às financeiras das duas montadoras, um fundo de € 600 milhões para ajudar as fabricantes de autopeças e o fornecimento de € 1 mil para os motoristas que trocassem seus carros com mais de dez anos de uso por veículos novos (Abboud, 2009).

¹⁶¹ Evidentemente, isso beneficiava não apenas as montadoras, mas também a rede de distribuidores, com severas restrições para refinanceiarem seus estoques. No caso americano, empréstimos governamentais imediatos à GMAC e à *Chrysler Financial*, bem como apoio à captação de vários braços financeiros via TALF, possibilitaram-lhes oferecer crédito ao financiamento de veículos, contribuindo para que o aperto financeiro e o fechamento de revendedores não fossem ainda maiores. Ver *White House Report* (2010).

Quadro 5 – Medidas de apoio à indústria automobilística e modernização da frota de veículos, países selecionados*

Alemanha	<p>- Subsídio de € 2.500 para troca de veículo com, pelo menos, nove anos e excedendo padrão de emissão de poluentes Euro 4, por veículo novo. Incentivo adicional na compra de veículos compatíveis com os padrões Euro 5 e 6. Montante total de € 5 bilhões para o programa. Duração: sete meses (até 09/2009). Aumento das vendas em mais de 23%.</p> <p>- Outra medida: ajuste do imposto anual de circulação para automóveis com base na emissão de CO₂.</p>
Brasil	<p>- Redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre diferentes modalidades de veículos em distintos graus. Montante: cerca de US\$ 3,3 bilhões em 2009. Início: 12/2008 (com diversas prorrogações ao longo de 2009; retorno às alíquotas originais sobre carros em 2010). Aumento substancial das vendas: retomada e superação do patamar pré-crise.</p>
Canadá	<p>- Programa <i>Retire your ride</i>: 300 dólares canadenses para troca de veículo antigo (fabricado antes de 1996) por um novo. Montante total de 92 milhões de dólares canadenses. Duração: até 31/03/2011. Programa mais amplo, de US\$ 350 milhões, que ofereceria bônus de US\$ 3.500 para troca de veículo com, ao menos, dez anos por um novo, não foi aprovado pelo governo federal, uma vez que 75% dos veículos vendidos no país são fabricados no exterior, tendo baixo estímulo para a economia canadense. Existência de programas regionais (como na Colúmbia Britânica).</p>
China	<p>- Programa de estímulo com corte pela metade dos impostos sobre vendas para carros pequenos (abaixo de 1.6 litro). Descontos de 3.000 a 6.000 iuanes para a troca de veículos antigos (montante total de 4 bilhões de iuanes). Foco do programa também em áreas rurais, com incentivos para compra de carros, caminhões e motocicletas (5 bilhões de iuanes). Duração: 01/06/2009 a 31/05/2010.</p>
Coreia do Sul	<p>- Programa de incentivo tributário (70% de isenção em imposto federal sobre consumo e impostos locais sobre compra de carro e licenciamento), válido para troca de veículos fabricados antes de 1999. Subsídios até ₩ 2,5 milhões. Duração: 05/2009 a 12/2009. Em oito meses, cerca de 890.000 veículos vendidos (média de 111.000 por mês, superior às médias de 2007 e 2008). Aumento de 3,4% no número de licenciamentos de veículos novos em 2009.</p> <p>- Programa de isenção tributária para compra de veículos híbridos novos (07/2009).</p>
Espanha	<p>- Plano <i>2000E</i>: subsídio de até € 2.000 (€ 500 do governo, € 1.000 da montadora e € 500 das províncias autônomas que compartilhem o programa) na troca de um carro com, ao menos, dez anos ou com quilometragem de, no mínimo, 250.000 km, por um veículo novo (de até € 30.000) com baixa emissão de CO₂, ou na troca de um carro com, ao menos, doze anos por outro carro usado de, no máximo, cinco anos (neste caso, sem a ajuda de € 1.000 da montadora). Montante de € 100 milhões ou, no máximo, 200.000 carros financiados, com possibilidade de expansão para € 140 milhões e 280.000 carros. Duração: 05/2009 a 05/2010. Mais de 190.000 carros trocados até 10/2009.</p> <p>- Plano <i>Vive</i>: empréstimos sem juros de até € 10.000 por um período de cinco anos para compra de novos carros de até € 30.000; aplicável também para compra de carro usado, se o veículo utilizado na troca tiver, ao menos, 15 anos. Montante de € 12 bilhões. Duração: 12/2008 a 07/2010. Crédito para 9.000 veículos (até 02/2009).</p> <p>- Apesar dos programas, queda de aproximadamente 18% nas vendas de veículos novos.</p> <p>- Outras medidas mais genéricas: apoio de € 800 milhões ao setor na forma de empréstimos para investimentos em plantas produtivas e P&D. Medidas para promover exportações. Programa piloto para carros elétricos. Financiamento para pequenas e médias empresas do setor.</p>
Estados Unidos	<p>- Programa <i>Car Allowance Rebate System (CARS)</i> ou <i>cash for clunkers</i>: bônus de US\$ 3.500 a US\$ 4.500 na troca de veículo antigo (com menos de 25 anos) por um novo mais econômico em combustível (de até US\$ 45.000). Montante de US\$ 3 bilhões (US\$ 1 bilhão inicial complementado por mais US\$ 2 bilhões em 07/08/2009). Duração: 24/07/2009 a 25/08/2009. Aumento expressivo das vendas em agosto, mas queda acentuada em setembro.</p> <p>- Tarifa sobre pneus chineses.</p>
França	<p>- Subsídio de € 1.000, em 2009 (€ 700 a partir de 01/2010 e € 500 em 07/2010), e um desconto tributário de até € 5.000 na troca de veículos com mais de dez anos por veículos mais econômicos em combustível e com menor emissão de CO₂. Montante de € 380 milhões em 2009 e € 240 milhões em 2010. Duração: dois anos (2009, estendido até o final de 2010). Vendas aumentaram cerca de 11% em 2009.</p> <p>- Outras medidas: garantia governamental nos empréstimos para compra de veículos (€ 6,5 milhões). Redução do imposto sobre valor adicionado.</p>

(continua)

Quadro 5 – Medidas de apoio à indústria automobilística e modernização da frota de veículos, países selecionados*

Índia	- Redução do imposto especial sobre veículos leves com motor de 2.000 cilindradas ou superior. Redução do imposto especial para carros pequenos, de 16% para 12%, e para veículos híbridos, de 24% para 14%, no orçamento de 2008.
Itália	- Subsídio básico de € 1.500 (até € 5.000, a depender do combustível do veículo) para compra de veículo novo menos poluente. Veículos aceitos na troca: com mais de nove anos e excedendo as diretrizes de emissão Euro 4. Programa dentro de um pacote de estímulo industrial de € 2 bilhões. Duração: onze meses (até o final de 2009).
Japão	- Subsídio para compra de veículos econômicos em combustível: ¥ 125.000 a ¥ 250.000 na troca de veículos com 13 anos ou mais; ¥ 50.000 a ¥ 100.000 na troca de veículos com menos de 13 anos ou na compra de novo veículo sem troca. Montante destinado de ¥ 370 bilhões. 3,6 milhões de veículos vendidos durante o programa. Duração: 10/04/2009 a 31/03/2010 (estendido até 09/2010, incorporando veículos de baixa emissão de poluentes fabricados nos EUA). - Medidas de redução ou isenção tributária para veículos ecológicos (a partir de 04/2009 até 2012).
Reino Unido	- Programa para troca de carros e vans com, pelo menos, dez anos. Bônus de £ 2.000 (£ 1.000 do governo britânico e £ 1.000 da montadora). Orçamento de £ 400 milhões. Duração: 05/2009 a 02/2010. Apesar do programa, queda de 6% nas vendas de veículos novos em 2009.

Fonte: elaboração própria com base nas informações de Haugh *et al.* (2010), Yacobucci e Canis (2010) e Canis *et al.* (2010).

* O Quadro sintetiza apenas os auxílios prestados nas principais economias industriais. Programas de troca de veículos e/ou medidas, especialmente de caráter tributário, para incentivar a indústria automobilística também foram implementados – alguns, mesmo antes da crise – na Austrália, Áustria, Bélgica, Dinamarca (desde 2000), Eslováquia, Finlândia, Grécia, Holanda, Luxemburgo, Malásia, Noruega (esquema permanente), Polônia, Portugal (desde 2000), República Tcheca, Romênia, Suécia, Taiwan e Turquia.

A maioria dos pacotes praticados pelos Estados Nacionais obteve êxito em resgatar a demanda no curto prazo. Em diversos países, as vendas de veículos cresceram após a implementação dos programas, evitando um aprofundamento ainda maior da crise. Conforme observado anteriormente, nos Estados Unidos, houve um forte impulso nas vendas em agosto de 2009¹⁶². Na China, onde a demanda já estava em uma evolução ascendente, os incentivos acentuaram o aumento das vendas de veículos novos (Gráfico 10). Foram 13,6 milhões de unidades vendidas em 2009 e um crescimento, superior ao de anos anteriores, de 45% em relação a 2008, ultrapassando os EUA (Yacobucci e Canis, 2010). Contudo, em alguns casos, como na Espanha e no Reino Unido, as medidas de apoio não foram suficientes para estimular as vendas, seja pela complexidade e formatação dos programas, seja pelos problemas econômicos ainda enfrentados pelas economias europeias. Como era de se esperar, ao término dos incentivos, as vendas, de maneira geral, arrefeceram parcialmente. Todavia, com o restabelecimento paulatino das condições de crédito, das montadoras e dos sistemas financeiros, puderam retomar uma trajetória de expansão, mais lenta e ainda tímida nas economias desenvolvidas, como os EUA e

¹⁶² Para uma avaliação dos resultados positivos do programa americano, ver Cooper *et al.* (2010).

países da Europa (com vendas relativamente estagnadas), e mais expressiva nas economias em desenvolvimento.

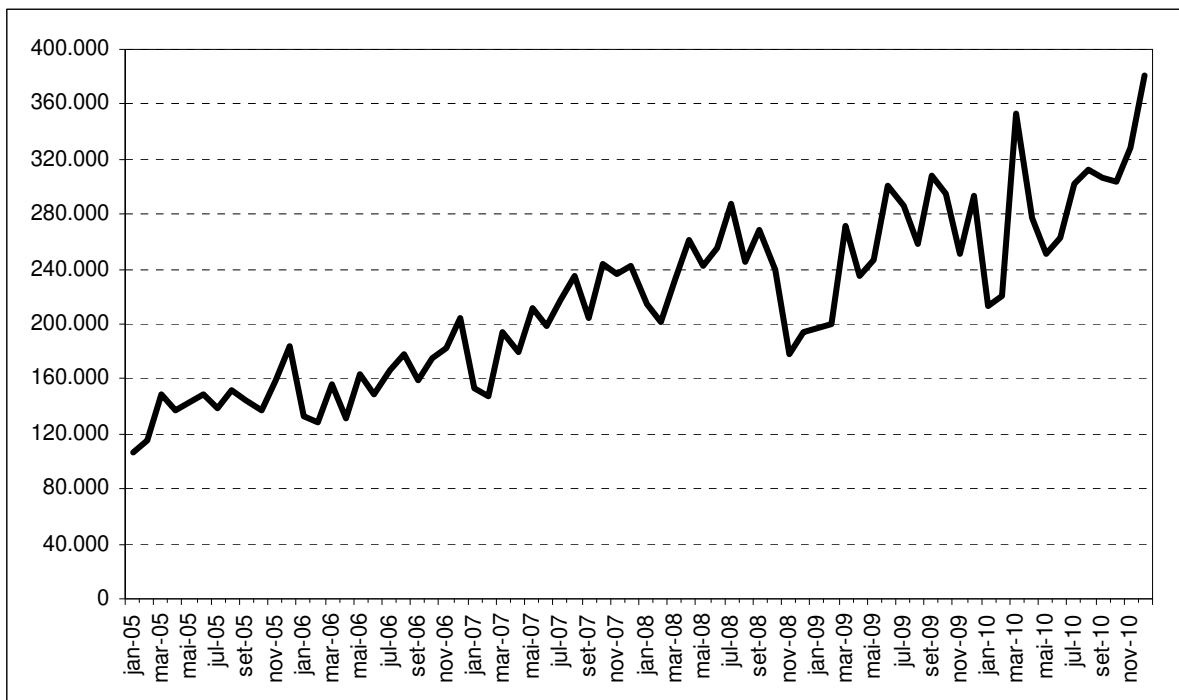
No Brasil, por exemplo, a adoção de medidas para estimular o consumo¹⁶³, das quais se destaca a redução da alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para veículos¹⁶⁴, permitiu uma vigorosa retomada da demanda¹⁶⁵. Pelo Gráfico 21, nota-se que as vendas – em tendência crescente desde 2005, a partir dos processos de geração de renda e emprego domésticos e de redução paulatina da taxa básica de juros – sofreram forte declínio ao final de 2008, com o aprofundamento da crise. Foram vendidas, em novembro daquele ano, aproximadamente 178 mil unidades, cerca de cem mil a menos do que o registrado no pico de julho. As vendas, contudo, recuperaram-se em 2009, retornando em março, mês inicialmente previsto para o término da alíquota reduzida do IPI, ao patamar de setembro de 2008. Elas se elevaram significativamente nos meses de março, junho, setembro e dezembro de 2009, refletindo as diversas prorrogações, realizadas trimestralmente, dos prazos de vigência do incentivo tributário. Em março de 2010, último mês em que vigorou o benefício para veículos a álcool e bicombustíveis, foram vendidas 353,7 mil unidades. Com o fim da alíquota reduzida para automóveis, a demanda declinou temporariamente. Porém, em meio à expansão do crédito e da atividade econômica, pôde retomar o crescimento no segundo semestre, atingindo um recorde histórico em dezembro de 2010.

¹⁶³ Cabe lembrar que, em novembro de 2008, antes mesmo do corte no IPI, o Banco do Brasil e a Nossa Caixa liberaram R\$ 8 bilhões em linhas de crédito, orientadas especialmente ao financiamento de veículos, aos braços financeiros das montadoras (Resende, 2008).

¹⁶⁴ Em dezembro de 2008, estabeleceu-se alíquota zero para os carros populares (de mil cilindradas). Para os veículos com motorização 1.1 a 2.0, a alíquota do imposto foi reduzida à metade (para 6,5% nos carros a gasolina e 5,5% nos carros a álcool ou bicombustíveis). Para veículos comerciais, diminuiu de 8% para 1% e, no caso de caminhões, foi zerada. Inicialmente planejadas para vigorar até março de 2009, essas tarifas foram prorrogadas até junho e, em seguida, setembro de 2009, quando se decidiu que elas retornassem paulatinamente, com elevações mensais, até janeiro de 2010, ao patamar anterior à crise. As alíquotas de carros a gasolina com motorização 1.0 e na faixa entre 1.1 e 2.0 voltaram, respectivamente, a 7% e 13%. As de carros a álcool ou bicombustíveis, porém, mantiveram-se reduzidas no primeiro trimestre daquele ano, em 3% (carro 1.0) e 7,5% (carro 1.1 a 2.0), retornando aos respectivos níveis originais de 7% e 11% apenas a partir de abril de 2010. A alíquota para comerciais leves subiu para 4% no início daquele ano e a de caminhões deve ser mantida zerada até o final de 2011 (Anfavea, 2010; Galvão, 2009; *Valor Econômico*, 2009c).

¹⁶⁵ A respeito do impacto da diminuição do IPI sobre as vendas de veículos, a arrecadação tributária e o emprego, consultar Ipea (2009).

Gráfico 21 – Evolução das vendas de veículos no Brasil, 2005-2010 (em unidades)



Fonte: elaboração própria com base nos dados de licenciamento da Anfavea, disponíveis em: <http://www.anfavea.com.br/Index.html> (acesso em: 28/01/2011).

Nota: como a série não está dessazonalizada, observam-se habitualmente quedas mais acentuadas nas vendas de veículos em janeiro de cada ano.

Portanto, diante do cenário adverso, de forte contração do crédito, foi necessária a atuação do Estado, tanto para restabelecer a demanda por veículos no curto prazo, como para evitar uma derrocada de importantes montadoras, no sentido de impedir efeitos econômicos negativos em cadeia ainda mais profundos, sobretudo em termos de emprego e renda. Nessa perspectiva, a intervenção direta e imediata do Estado, sob diversos mecanismos, desempenhou papel essencial na reconfiguração da indústria automobilística. Após os pedidos de concordata de General Motors e Chrysler e o processo de reestruturação da Ford, emergiram corporações americanas mais enxutas produtiva e financeiramente, porém com inúmeros desafios, a exemplo da concorrência mais acirrada no território americano, a necessidade de crescimento em outros mercados, a emergência de novos *players* (chineses e indianos), a corrida tecnológica (o estabelecimento e o financiamento de uma nova trajetória em relação às formas alternativas de propulsão, mais econômicas e menos poluentes) e, em especial, o padrão de articulação entre finanças e produção a ser seguido no âmbito dessas companhias. Por fim, com a crise, explicitaram-se não apenas as dificuldades anteriores enfrentadas pelas montadoras, em particular americanas, mas também o contraste entre o dinamismo de antigos e novos espaços de

acumulação que se reflete nas estratégias de investimento das empresas no setor, direcionadas às grandes economias em desenvolvimento.

Considerações finais

Procurou-se analisar o padrão de financiamento da indústria automobilística, em meio a um cenário caracterizado por forte presença das finanças na lógica de atuação das corporações. A partir das décadas de 1970 e 1980, ocorreram profundas transformações produtivas e financeiras no sistema econômico – retratadas na introdução desse trabalho –, todas conducentes à diluição das barreiras existentes para a circulação de bens e capitais. Para a grande empresa, agente desse processo, isso significou importantes alterações em sua dinâmica, mediante a combinação de mudanças tecnológicas, reestruturação produtiva e crescente importância da lógica de valorização financeira. Também se traduziu em maior integração entre matriz e filiais e a conformação de estratégias globais no interior dos grupos.

Esses elementos permeiam o objeto de estudo. O padrão de financiamento do setor foi examinado sob as ópticas da produção, do investimento, inclusive em inovação, e da comercialização. O arcabouço teórico tratado no primeiro capítulo, baseado principalmente em Keynes, Minsky, Kalecki e Schumpeter, permite compreender as decisões capitalistas de gasto em diferentes ativos, incluindo capital fixo e aplicações mais líquidas, tomadas em um ambiente de incerteza, bem como suas distintas formas de financiamento, por recursos internos (ativos líquidos e lucros retidos) ou externos (empréstimos bancários, emissão de títulos de dívida e lançamento de ações) à empresa. Essas diferentes modalidades são muito mais complementares entre si do que substitutas ou concorrentes, isto é, o financiamento das atividades da empresa é, em geral, composto da combinação desses diversos fundos. Evidentemente, a existência de capacidade interna de financiamento constitui um fator extremamente relevante, visto que permite, por um lado, reduzir o grau de fragilidade financeira da unidade econômica e, por outro, acessar, com maior facilidade, os canais de crédito. Deve-se, no entanto, sublinhar que a materialização das decisões capitalistas prescinde do acúmulo de poupança prévia, haja vista a prerrogativa detida pelos bancos de criar moeda escritural. Ademais, a institucionalidade dos diversos sistemas financeiros, que combinam mercados de crédito bancário e de capitais, e o acesso ampliado das empresas aos sistemas de vários países tornam sua estrutura de financiamento ainda mais complexa e internacionalmente articulada.

A partir dessas considerações teóricas e observações históricas, buscou-se no segundo capítulo realizar uma abordagem do padrão de financiamento da indústria automobilística, tomando como base a estrutura financeira de importantes corporações do setor. Foram analisados

os relatórios financeiros de oito grupos (Daimler, Fiat, Ford, General Motors, Honda, Hyundai, Toyota e Volkswagen) durante a década de 2000, a fim de estabelecer vínculos com produção, investimento e comercialização.

Discutiu-se o processo de reestruturação produtiva promovido na indústria automobilística, especialmente a partir dos anos 1980. Face aos choques do petróleo na década anterior, tornou-se nítida a necessidade de promover mudanças na órbita produtiva, a fim de tornar a produção mais flexível, isto é, possibilitar um ajuste mais rápido às condições de demanda, direcionadas a veículos mais econômicos em combustível. Nesse sentido, os grupos japoneses, baseados no “toyotismo”, apresentavam-se em melhor posição competitiva do que seus rivais ocidentais, notadamente americanos, assentados no padrão de produção “fordista” e na forte verticalização. Promoveram-se, então, profundas alterações na esfera produtiva, com destaque para a crescente externalização e a constituição de redes produtivas globais. Ou seja, maior participação de fornecedores nas linhas de montagem e expansão das atividades para diversas regiões do globo de modo integrado no âmbito das estratégias da corporação. Esse movimento de desalavancagem operacional denota, inclusive, como a ideia de deter ativos mais líquidos, fortalecida com as transformações financeiras, traduziu-se na dinâmica produtiva.

Conseqüentemente, no âmbito do financiamento da produção, pôde-se verificar para as corporações selecionadas uma parcela elevada de dívidas de curto prazo com os fornecedores, refletindo sua importância tanto na atividade produtiva em si, como sob a perspectiva de financiamento do capital de giro das montadoras, especialmente ao se fortalecerem as relações com esses parceiros. Embora na maioria dos casos fossem também relevantes, em distintos graus, os empréstimos bancários e os títulos emitidos (incluindo *commercial papers*) na dívida vincenda em um ano, não era possível aferir os montantes destinados à produção (que poderia ser ainda financiada por recursos internos) ou ao financiamento do segmento financeiro, isto é, à captação de recursos para concessão de crédito na aquisição de veículos.

A fim de melhor compreender o financiamento do investimento, examinou-se a estrutura financeira das corporações, condicionante também do processo de comercialização. Nesse sentido, pôde-se constatar a presença marcante das finanças em todas as companhias. Em primeiro lugar, suas estruturas de capital mostraram-se, de modo geral, bastante alavancadas, refletindo um elevado grau de endividamento. Em segundo lugar, observou-se participação crescente das atividades dos segmentos financeiros nos grupos, em termos de ativos e resultados

não operacionais (receitas e lucros), o que exprime sua importância na dinâmica das corporações, para além do financiamento de veículos. Em terceiro lugar, verificou-se um grau acentuado de fragilização financeira das companhias, sobretudo em decorrência dos montantes desembolsados com juros e dividendos. Essas constatações apontavam para uma estrutura “financeirizada” das corporações do setor.

Contudo, esse padrão não se manifestou uniformemente. Foi mais contundente nos grupos americanos, seguidos por europeus e asiáticos. As companhias americanas apresentaram um grau extremamente elevado de alavancagem, endividamento e imobilização do capital próprio, em comparação às demais. Registraram também menor rentabilidade e capacidade de solvência, acompanhadas de maior comprometimento das receitas com o pagamento de juros e dividendos, denotando uma nítida fragilidade financeira, superior à de montadoras europeias e asiáticas. Adicionalmente, as atividades do braço financeiro assumiram crescente importância na estrutura e no desempenho da corporação, muitas vezes minimizando os prejuízos operacionais e mesmo promovendo uma diversificação para áreas não correlatas ao seu objetivo central de financiar a aquisição dos bens produzidos pela empresa.

Tais aspectos não foram verificados em igual intensidade nas outras companhias. Nas asiáticas, o crescimento das atividades financeiras esteve mais associado ao próprio movimento de expansão global das montadoras, realizando o suporte necessário às vendas, produção e investimentos. Isso se traduziu em indicadores que mostraram maior saúde financeira e elevada capacidade de acumulação interna, decorrente, sobretudo, dos resultados produtivos. Não se pode esquecer, todavia, a adoção de estratégias de valorização financeira, como a recompra de ações mais expressiva no caso das empresas japonesas. Intermediário entre os padrões americano e asiático, encontrava-se o europeu, endogenamente heterogêneo. As diversas corporações também exibiram um peso significativo das atividades financeiras, porém exercendo primordialmente seu papel de apoio à dinâmica produtiva, ainda que em alguns momentos tenha se constatado deterioração das condições financeiras.

Essas observações sobre a estrutura financeira dos grupos se refletiram, de certa maneira, nas possibilidades de financiamento do investimento em capital fixo, apesar das limitações dos dados. A capacidade interna de financiamento, via lucros retidos, colocou-se como a opção mais recorrente, principalmente entre as companhias japonesas, que apresentaram maior rentabilidade e menor endividamento no período, além de acumularem um volume de capital

suficiente para cobrir todas suas dívidas de longo prazo. Houve, no entanto, indícios de uma combinação com recursos externos para todas as montadoras, mais forte com empréstimos e títulos do que com o lançamento de ações. No caso das corporações americanas, a busca por recursos externos – que tende a agravar a fragilidade financeira – tornou-se ainda mais necessária, dada sua menor rentabilidade. Deve-se enfatizar, entretanto, a existência de elevados volumes de recursos em caixa imputados como custos de depreciação nessas companhias, superiores aos fluxos de investimentos. Mais do que uma fonte para financiar a reposição de capital fixo, isso poderia simbolizar a destinação desses recursos líquidos para atividades não operacionais, coadunando com as conclusões anteriores de uma lógica financeira dentro das corporações, de modo mais acentuado nas americanas.

Quanto à inovação, observou-se sua grande importância na dinâmica do setor, refletida nos elevados dispêndios realizados pelas empresas em atividades de Pesquisa e Desenvolvimento. Apesar das dificuldades em apurar as fontes de recursos para essa finalidade, pôde-se verificar uma participação de fundos federais nos Estados Unidos relativamente baixa nos gastos totais, indicando um financiamento mais atrelado a recursos internos e/ou outras fontes externas. É mister destacar, porém, que existem auxílios financeiros governamentais em diversas frentes de atividades inovadoras em vários países e, sobretudo, o papel central do governo na regulamentação do setor, estabelecendo, por exemplo, normas para segurança e emissão de poluentes. Ademais, diante dos custos, riscos e montantes de capital requeridos, geralmente altos nas atividades inovadoras, é comum o estabelecimento de alianças entre grupos para o desenvolvimento conjunto de tecnologias e componentes, constituindo uma importante modalidade de financiamento.

No atinente à comercialização, sublinhou-se que o volume de veículos financiados, mediante crédito ao consumidor ou sob a forma de *leasing*, em comparação às aquisições à vista, tende a ser elevado, mas varia em cada país e ao longo do tempo, sendo expressivo nos Estados Unidos. Ressaltou-se que o financiamento das vendas não se restringe aos braços financeiros das montadoras. Na verdade, estes possuem um importante vínculo com os revendedores de suas marcas, financiando parcela significativa de seus estoques. Sua capacidade de financiamento está atrelada ao desempenho da corporação e, em especial, às condições de captação nos mercados de dívida. Nas vendas no varejo, nota-se maior diversidade de instituições financeiras, com participação de grandes *holdings* bancárias.

Todas essas considerações reiteram, de diversas perspectivas, o papel central do crédito na dinâmica do setor e das corporações. Sua disponibilidade possibilita a manutenção e/ou expansão da produção, dos investimentos, da inovação, das vendas e também dos resultados financeiros. Tal como explicitado na recente crise econômica, sua escassez tende a deprimir as atividades da indústria, ao impactar toda a cadeia de produção e comercialização de veículos, dos fornecedores aos revendedores e consumidores, apresentando como eixo as montadoras e seus braços financeiros. Embora tenha afetado de maneira generalizada todas as corporações, o aperto creditício exacerbou a situação pretérita vivenciada pelas americanas frente às suas concorrentes, que combinava perda de competitividade, atrelada às mudanças no âmbito produtivo, e maior fragilização financeira.

A fim de evitar o aprofundamento desse cenário de forte redução das vendas e de ameaça iminente de liquidação de grandes montadoras, tornaram-se indispensáveis diversas decisões de política conduzidas por diferentes Estados Nacionais, buscando preservar empregos e minimizar os efeitos negativos sobre o restante da economia. Como resultado, estimulou-se a demanda no curto prazo e promoveu-se a reestruturação de alguns grupos, recolocando-os diante dos desafios da indústria automobilística e da permanente disputa pela apropriação dos espaços de acumulação, o que depende da articulação entre a dinâmica financeira e produtiva, ou seja, do direcionamento das decisões de gasto das empresas – para quais atividades (financeiras, produtivas e tecnológicas) os recursos são canalizados e em que intensidade – e de suas formas de financiamento.

Referências bibliográficas

- ABBOUD, Leila. “Sarkozy libera € 6,5 bilhões às montadoras francesas”. *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 10 de fevereiro de 2009.
- ACIOLI, Simone Lourival. “A evolução recente do *corporate finance* das empresas alemãs”. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo & FREITAS, Maria Cristina Penido de (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap e Fapesp, 1998, p.395-421.
- AFSAEF & NADA. *Understanding vehicle financing*. American Financial Services Association Education Foundation (AFSAEF) e National Automobile Dealers Association (NADA), em cooperação com a Federal Trade Commission (FTC), s.d. Disponível em: <http://www.afsaef.org/publication.cfm?id=43> (acesso em: 14/01/2011).
- AGLIETTA, Michel & REBÉRIOUX, Antoine. *Corporate governance adrift: a critique of shareholder value*. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar, 2005.
- ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta e. “Estruturas financeiras, funcionalidade e Sistemas Nacionais de Inovação: notas introdutórias sobre uma articulação necessária”. *Revista Nova Economia*, Belo Horizonte, vol. 6, n. 2, nov. 1996, p.113-132.
- ALMEIDA, Júlio S. G.; CINTRA, Marcos Antonio M.; AVANIAN, Claudio J.; NOVAIS, Luis F. & FILLETI, Juliana P. “Padrões de financiamento das empresas não financeiras no Brasil”. Subprojeto I do Projeto de pesquisa – *Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Fecamp/Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009.
- ALTSHULER, Alan; ANDERSON, Martin; JONES, Daniel; ROOS, Daniel & WOMACK, James. *The future of the automobile*. The report of MIT’s International Automobile Program. Cambridge, MA: MIT Press, 1986.
- AMABLE, Bruno; BARRÉ, Rémi & BOYER, Robert. *Les systèmes d’innovation à l’ère de la globalisation*. Paris: Economica, 1997.
- ANDRADE, Cyro. “O tempo passou, ficou a pretensão”. *Valor Econômico*, São Paulo, 3, 4 e 5 de abril de 2009.
- ANFAVEA. *Anuário da indústria automobilística brasileira 2010*. Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), São Paulo, 2010.
- ARNOLD, Erik; WORMALD, John; KITCHING, Edward & OLLIVIER, Anne-Cécile. “A survey of state funding for vehicles R&D in selected countries”. *Report to PFF*, Technopolis Group and Vinnova (Agência de Inovação da Suécia), April 2007.
- BAER, Mônica & CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *Brasil: Investimento Estrangeiro Direto e Estratégias Empresariais*. Santiago: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal), setembro de 2004.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. “O dólar e os desequilíbrios globais”. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 3, p.224-232, jul.-set. 2005.

- BELLUZZO, Luiz Gonzaga & ALMEIDA, Júlio Gomes de. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BELZOWSKI, Bruce M. “Ré-inventer Chrysler”. In: FREYSSENET, Michel; MAIR, Andrew; SHIMIZU, Koichi & VOLPATO, Giuseppe (Coord.). *Quel modèle productif?: Trajectoires et modèles industriels des constructeurs automobiles mondiaux*. Paris: La Découverte, 2000, p.265-290.
- BENNETT, Jeff. “Uma Chrysler mais confiante evidencia a virada de Detroit”. *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 12 de janeiro de 2011 (a).
- _____. “Marchionne acena com plano de fusão entre Fiat e Chrysler”. *The Wall Street Journal*, San Francisco. In: *Valor Econômico*, 7 de fevereiro de 2011 (b).
- BERRETTA, Davide. “Fiat tenta vencer estigma em volta aos EUA”. *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 17 de junho de 2009.
- BIS. “The 2010 R&D Scoreboard”. *Department for Business, Innovation and Skills* (BIS), UK, November 2010.
- BORÇA JR., Gilberto Rodrigues & TORRES FILHO, Ernani Teixeira. “Analisando a crise do subprime”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p.129-159, dez. 2008.
- BORDENAVE, Gérard. “La globalisation au cœur du changement organisationnel: crise et redressement de Ford Motor Company”. In: FREYSSENET, Michel; MAIR, Andrew; SHIMIZU, Koichi & VOLPATO, Giuseppe (Coord.). *Quel modèle productif?: Trajectoires et modèles industriels des constructeurs automobiles mondiaux*. Paris: La Découverte, 2000, p.227-263.
- BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. *A reestruturação produtiva e a dinâmica da indústria automobilística*. Monografia de conclusão de curso – Ciências Econômicas. Campinas: IE/Unicamp, dezembro de 2007.
- BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta & CINTRA, Marcos Antonio Macedo. “A formação de redes globais e a captura do valor”. *Revista Princípios*, São Paulo, n. 104, p.16-20, novembro-dezembro 2009.
- BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta & ROCHA, Igor Lopes. “Non-financial corporations and maximizing shareholder value: an approach on macroeconomic instability in emerging economies”. *Minsky Summer Conference*, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, June 27-29, 2010.
- BRAGA, José Carlos de Souza. “Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”. In: TAVARES, Maria da Conceição & FIORI, José Luís (Orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997, p.195-242.
- _____. “Produtivismo e especulação na gestão da riqueza. Um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha”. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo & FREITAS, Maria Cristina Penido de (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap e Fapesp, 1998, p.147-176.

- BRAGA, Roberto (1989). *Fundamentos e técnicas de administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995.
- CANIS, Bill & PLATZER, Michaela D. *U.S. motor vehicle industry restructuring and dealership terminations*. Washington, D.C.: Congressional Research Service, August 2009.
- CANIS, Bill & YACOBUCCI, Brent D. *The U.S. motor vehicle industry: confronting a new dynamic in the global economy*. Washington, D.C.: Congressional Research Service, March 2010.
- CANIS, Bill; GRIMMETT, Jeanne J.; PLATZER, Michaela D. & YACOBUCCI, Brent D. *Accelerated vehicle retirement programs in Japan and South Korea: background for Congress*. Washington, D.C.: Congressional Research Service, October 2010.
- CAR. “The major determinants of U.S. automotive demand: factors driving the U.S. automotive market and their implications for specialty equipment and performance aftermarket suppliers”. *Center for Automotive Research (CAR)*, Ann Arbor, MI, August 2009.
- _____. “Contribution of the automotive industry to the economies of all fifty States and the United States”. *Center for Automotive Research (CAR)*, Ann Arbor, MI, April 2010.
- CARDOSO, Juliana. “Ford reduz participação na japonesa Mazda”. *Valor Econômico*, São Paulo, 18 de novembro de 2008 (a).
- _____. “Câmara dos EUA aprova ajuda a montadoras, mas Senado mostra reservas”. *Valor Econômico*, São Paulo, 11 de dezembro de 2008 (b).
- _____. “Plano de socorro às montadoras fracassa no Senado dos EUA”. *Valor Econômico*, São Paulo, 12 de dezembro de 2008 (c).
- _____. “Toyota estima prejuízo maior para ano fiscal”. *Valor Econômico*, São Paulo, 6 de fevereiro de 2009.
- CARNEIRO, Ricardo. “Globalização financeira e inserção periférica”. *Revista Economia e Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas, 13, p.57-92, dez. 1999.
- _____. “Globalização e integração periférica”. *Texto para discussão*, IE/Unicamp, Campinas, n. 126, jul. 2007.
- _____. “O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico)”. *Texto para discussão*, IE/Unicamp, Campinas, n. 167, set. 2009.
- CARVALHO, Enéas Gonçalves de. “Inovação tecnológica na indústria automobilística: características e evolução recente”. *Revista Economia e Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas, p.429-461, dez. 2008.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. *Mr. Keynes and the Post Keynesians – principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Aldershot: Elgar, 1992.
- _____. “Keynes’s concepts of finance and funding, and the structure of the financial system”. *Textos para discussão*, Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro, n. 344. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995.
- _____. “Financial innovation and the Post Keynesian approach to the ‘process of capital formation’”. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 19, n. 3, Spring 1997, p.461-487.

- _____. “O retorno de Keynes”. *Revista Novos Estudos*, Cebrap, São Paulo, n. 83, p.91-101, março 2009.
- CARVALHO, Fernando C. de; SOUZA, Francisco E. P. de; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando R. de & STUDART, Rogério. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- CASOTTI, Bruna Pretti & GOLDENSTEIN, Marcelo. “Panorama do setor automotivo: as mudanças estruturais da indústria e as perspectivas para o Brasil”. *BNDES Setorial*, Setor Automotivo, Rio de Janeiro, n. 28, p.147-188, setembro de 2008.
- CEPAL. “Inversión y estrategias empresariales en la industria automotriz”. In: *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2003*. Santiago: Cepal y Naciones Unidas, p.103-137, mayo de 2004.
- CHANDLER, Alfred. *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge, Mass.: Belknap; London: Harvard Univ., 1990.
- _____. *Alfred Chandler: ensaios para uma teoria histórica da grande empresa*. Thomas K. McCraw (Org.). Rio de Janeiro: Editora Fundação Getúlio Vargas, 1998.
- CHESNAIS, François (1994). *A mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá. São Paulo: Xamã, 1996.
- _____. “A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século”. *Revista Economia e Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas, p.1-30, dez. 1995.
- _____. (Coord.) (1996). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- _____. “Mundialização: o capital financeiro no comando”. *Revista Outubro*, n. 5, 2001. Publicado originalmente em *Les Temps Modernes*, 607, 2000.
- _____. “Doze teses sobre a mundialização do capital”. In: FERREIRA, Carla & SCHERER, André Forti (Orgs.). *O Brasil frente à ditadura do capital financeiro: reflexões e alternativas*. Lajeado, RS: Univates, 2005, p.17-31 (a).
- _____. “O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos”. In: CHESNAIS, François (Org.). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005, p.35-67 (b).
- CHESNAIS, François & SAUVIAT, Catherine. “O financiamento da inovação no regime global de acumulação dominado pelo capital financeiro”. In: LASTRES, Helena M. M.; CASSIOLATO, José E. & ARROIO, Ana (Orgs.). *Conhecimento, sistemas de inovação e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto, 2005, p.161-219.
- CHRISTENSEN, Jesper Lindgaard. “The role of finance in National Systems of Innovation”. In: LUNDEVALL, Bengt-Åke (Ed.). *National Systems of Innovation: towards a theory of innovation and interactive learning*. London: Pinter Publishers, 1992, p.146-168.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo. “O circuito keynesiano de *finance*-investimento-*funding* nos países centrais e nos de inflação crônica”. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 16, n. 1, p.313-341, 1995.

- _____. “A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos: 1982-94”. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo & FREITAS, Maria Cristina Penido de (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap e Fapesp, 1998, p.177-248 (a).
- _____. “A mania de fusões: o processo de tomada de controle acionário entre as corporações americanas no período 1980-92”. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo & FREITAS, Maria Cristina Penido de (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap e Fapesp, 1998, p.249-287 (b).
- _____. “Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos”. Relatório I do projeto de pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos*. Campinas: Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, julho de 2007.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo & FARHI, Maryse. “A crise financeira e o global shadow banking system”. *Revista Novos Estudos*, Cebrap, São Paulo, n. 82, p.35-55, novembro de 2008.
- CINTRA, Marcos Antonio & BORGHI, Roberto Zanchetta. “*Big Three*: da hegemonia à luta pela sobrevivência”. *Valor Econômico*, São Paulo, 20 de janeiro de 2009.
- CLETO, Paula. “Grupo canadense paga US\$ 6,3 bilhões por Chrysler Financial”. *Valor Econômico*, São Paulo, 21 de dezembro de 2010.
- COONEY, Stephen (Coord.). *U.S. motor vehicle industry: federal financial assistance and restructuring*. Washington, D.C.: Congressional Research Service, January 2009.
- COOPER, Adam; CHEN, Yen & MCALINDEN, Sean. “The economic and fiscal contributions of the ‘cash for clunkers’ program – national and state effects”. *CAR Research Memorandum*, Center for Automotive Research (CAR), Ann Arbor, MI, January 2010.
- COUTINHO, Luciano & BELLUZZO, Luiz Gonzaga. “‘Financeirização’ da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas”. *Revista Economia e Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas, 11, p.137-150, dez. 1998.
- CROTTY, James. “The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era”. *Political Economy Research Institute (PERI)*, Working Paper n. 44, University of Massachusetts Amherst, 2002.
- DASH, Eric. “Auto industry feels the pain of tight credit”. *The New York Times*, 27 de maio de 2008.
- DASH, Eric & BAJAJ, Vikas. “Fed approves GMAC request to become a bank”. *The New York Times*, 24 de dezembro de 2008.
- DEOS, Simone Silva de. “A hipótese da instabilidade financeira de Minsky”. *Economia em Revista*, Maringá, v. 2, p.29-48, 1998 (a).
- _____. “Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais”. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 19, n. 2, p.38-61, 1998 (b).

- DEQUECH, David. "Expectations and confidence under uncertainty". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 21, n. 3, p.415-430, Spring 1999.
- _____. "Bounded rationality, institutions, and uncertainty". *Journal of Economic Issues*, v. XXXV, n. 4, p.911-929, Dec. 2001.
- _____. "Post Keynesianism". In: BECKERT, J. & ZAFIROVSKI, M. (Eds.). *International Encyclopedia of Economic Sociology*. London: Routledge, 2006.
- DOLAN, Matthew. "Ford reduz dívida em aposta na retomada". *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 1 de julho de 2010.
- DOLAN, Matthew & STOLL, John D. "Ford renegocia dívida com dinheiro e ações". *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 7 de abril de 2009.
- DOLAN, Matthew & BENNETT, Jeff. "Setor de autopeças sobreviveu mas ainda preocupa". *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 28 de dezembro de 2009.
- DOLAN, Matthew & SHIROUZU, Norihiko. "Compra da Volvo põe Geely entre grandes". *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 29 de março de 2010.
- DUNNING, John H. *The globalization of business: the challenge of the 1990s*. London: Routledge, 1993.
- _____. "Re-evaluating the benefits of foreign direct investment". *Transnational Corporations*, v. 3, n. 1, February 1994.
- ECONOMIST (The). "Under siege". *The Economist*, Turim e Roma, 17 de outubro de 2002.
- _____. "GM and Ford in need of a big overhaul". *The Economist*, 20 de outubro de 2005 (a).
- _____. "That sinking feeling". *The Economist*, Detroit e Londres, 17 de novembro de 2005 (b).
- _____. "Detroit's wounded giant". *The Economist*, 17 de novembro de 2005 (c).
- _____. "Saving Fiat". *The Economist*, 1 de dezembro de 2005 (d).
- _____. "Shrink to fit". *The Economist*, Detroit e Los Angeles, 5 de janeiro de 2006.
- _____. "Epiphany in Dearborn". *The Economist*, Dearborn/MI, 9 de dezembro de 2010 (a).
- _____. "Into the fast lane". *The Economist*, Nova York, 29 de dezembro de 2010 (b).
- _____. "From Big Three to magnificent seven". *The Economist*, Detroit, 13 de janeiro de 2011.
- EPSTEIN, Gerald A. (Ed.). *Financialization and the world economy*. Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, Inc., 2005.
- EUCAR. "The automotive industry – focus on future R&D challenges". *European Council for Automotive R&D* (Eucar), Brussels, 2009.
- EXAME. "Ações da GM atingem menor nível desde 1933". *Portal Exame*, 6 de março de 2009.

- FARHI, Maryse & BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. “Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes”. *Estudos Avançados*, IEA/USP, São Paulo, v. 23, n. 66, p.169-188, maio-agosto 2009.
- FAZZARI, Steven. “Keynesian theories of investment and finance: neo, post, and new”. In: FAZZARI, Steven & PAPADIMITRIOU, Dimitri (Ed.). *Financial conditions and macroeconomic performance: essays in honor of Hyman P. Minsky*. New York: M. E. Sharpe, 1992.
- FAZZARI, Steven M.; HUBBARD, R. Glenn & PETERSEN, Bruce C. “Financing constraints and corporate investment”. *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 1988, n. 1, p.141-206, 1988.
- FEIJÓ, Carmem Aparecida. “Decisões empresariais em uma economia monetária de produção”. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João & PAULA, Luiz Fernando de (Orgs.). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999, p.109-132.
- F&I MAGAZINE. “Big Three captives lose ground as AutoCount ranks top lenders”. *F&I Magazine*, Orlando/FL, 12 de março de 2009.
- FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FREITAS, Maria Cristina Penido de & SCHWARTZ, Gilson. “Formato institucional do sistema monetário e financeiro. Um estudo comparado”. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo & FREITAS, Maria Cristina Penido de (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap e Fapesp, 1998, p.13-144.
- FINLAY, Steve. “Captives feel the pain, too”. *Ward’s Dealer Business*, 1 de agosto de 2008.
- FOLHA DE S. PAULO. “Montadoras dos EUA vão receber até US\$ 17,4 bi em ajuda do governo”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 19 de dezembro de 2008 (a).
- _____. “Governo americano anuncia ajuda de US\$ 5 bilhões a braço financeiro da GM”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 30 de dezembro de 2008 (b).
- _____. “Tesouro dos EUA concede mais US\$ 2 bilhões em empréstimo à GM”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 24 de abril de 2009.
- FORBES. “Major alliances in the auto industry”. *Forbes*, 26 de março de 2008. Disponível em: <http://www.forbes.com/feeds/afx/2008/03/26/afx4818691.html> (acesso em: 30/11/2010).
- FORD. *Relatório Financeiro Anual da Ford Motor Company*, 2003. Divulgação pela U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).
- FREEMAN, Christopher. “Prometheus unbound”. *Futures*, October 1984, p.494-507.
- FREEMAN, Chris & SOETE, Luc. *A economia da inovação industrial*. Campinas, SP: Editora da Unicamp, 2008.
- FREITAS, Maria Cristina Penido de. “A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira”. *Revista Economia e Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas, v. 8, p.51-83, jun. 1997.
- FREITAS, Maria Cristina Penido de; CINTRA, Marcos Antonio Macedo & PRATES, Daniela Magalhães. *Transformações institucionais do sistema financeiro brasileiro após o Plano*

Real e o desafio do financiamento de longo prazo – Relatório: Diagnósticos e Questões. Fundação do Desenvolvimento Administrativo (Fundap), Diretoria de Economia do Setor Público, São Paulo, outubro de 1999.

- FREYSSNET, Michel & LUNG, Yannick. “Between globalization and regionalization: what is the future of the automobile industry?”. *GERPISA International Network*, outubro de 1999.
- FREYSSNET, Michel; MAIR, Andrew; SHIMIZU, Koichi & VOLPATO, Giuseppe (Coord.). *Quel modèle productif?: Trajectoires et modèles industriels des constructeurs automobiles mondiaux.* Paris: La Découverte, 2000.
- FREYSSNET, Michel (Ed.). *The second automobile revolution: trajectories of the world carmakers in the 21st century.* Londres: Palgrave Macmillan e Gerpisa, 2009.
- GALVÃO, Arnaldo. “Governo decide prorrogar corte de IPI por até seis meses”. *Valor Econômico*, Brasília, 30 de junho de 2009.
- GIANINI, Tatiana; ONAGA, Marcelo & MARANHÃO, Tiago. “Uma nova era para as montadoras”. *Revista Exame*, 16 de abril de 2009.
- GOMES, Rogério. *Empresas transnacionais e internacionalização da P&D: elementos de organização industrial da economia da inovação.* São Paulo: Editora da Unesp, 2006.
- GONÇALVES, Reinaldo. “A empresa transnacional”. In: HASENCLEVER, Lia & KUPFER, David (Orgs.). *Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil.* Rio de Janeiro: Campus, 2002 - 3ª Tiragem, p.389-411.
- GONÇALVES, Reinaldo; BAUMANN, Renato; CANUTO, Otaviano & PRADO, Luiz C. D. A *Nova Economia Internacional: uma perspectiva brasileira.* 3ª Edição. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- GUEVARA, Héctor Hernández; TÜBKE, Alexander; HERVÁS, Fernando & CINCERA, Michele. “The 2010 EU industrial R&D investment scoreboard”. *Institute for Prospective Technological Studies (IPTS), Joint Research Centre (JRC), European Commission.* European Union (EU), 2010.
- GUTTMANN, Robert. *How credit-money shapes the economy: the United States in a global system.* Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994.
- _____. “Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças”. *Revista Novos Estudos*, Cebrap, São Paulo, n. 82, p.11-33, novembro de 2008.
- GUTTMANN, Robert & PLIHON, Dominique. “O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças”. *Revista Economia e Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas, v. 17, número especial, p.575-611, dez. 2008.
- HALL, Peter A. & SOSKICE, David. “A propósito de los capitalismos contemporáneos – Variedades de capitalismo: algunos aspectos fundamentales”. *Desarrollo Económico*, v. 45, n. 180, enero-marzo 2008.
- HAUGH, David; MOUROUGANE, Annabelle & CHATAL, Olivier. “The automobile industry in and beyond the crisis”. *OCDE – Economics Department Working Papers*, n. 745, Paris, January 26, 2010.

- HELLIKER, Kevin; KING JR., Neil & STOLL, John D. “Indústria automobilística começa nova era com concordata da GM”. *The Wall Street Journal*, Detroit. In: *Valor Econômico*, 1 de junho de 2009.
- HERSZENHORN, David & SANGER, David. “Bush approves \$ 17.4 billion auto bailout”. *The New York Times*, Washington, 19 de dezembro de 2008.
- HILFERDING, Rudolf (1910). *O capital financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- HOLLANDA FILHO, Sérgio Buarque de. “Livre comércio versus protecionismo: uma antiga controvérsia e suas novas feições”. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 28, n. 1, p.33-75, janeiro-março 1998.
- HOLWEG, Matthias; LUO, Jianxi & OLIVER, Nick. “The past, present and future of China’s automotive industry: a value chain perspective”. *Centre for competitiveness and innovation – The Cambridge-MIT Institute*. EUA e Reino Unido: agosto de 2005.
- IHS GLOBAL INSIGHT. “Impacts of the financial and economic crisis on the automotive industry”. In: EUROPEAN PARLIAMENT. *Impact of the financial and economic crisis on European industries: compilation of briefing papers*. Policy Department, Economic and Scientific Policy, Brussels, March 2009.
- INGRASSIA, Paul. *Crash course: the American automobile industry’s road from glory to disaster*. New York: Random House, 2010 (a).
- _____. “O método de Alan Mulally para fazer a Ford engatar”. *The Wall Street Journal*, Dearborn, MI. In: *Valor Econômico*, 27 e 28 de fevereiro e 1 de março de 2010 (b).
- IPEA. “Impactos da redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) de automóveis”. *Nota Técnica*, Dimac/Ipea, n. 15, Brasília, agosto de 2009.
- IRS. *How to depreciate property*. Internal Revenue Service (IRS), Department of the Treasury, Publication 946, 2009.
- ISHIKAWA, Márcio. “EUA liberam 1,5 bilhão para Chrysler”. *Revista Quatro Rodas*, 17 de janeiro de 2009.
- JAYME JR., Frederico G. & CROCCO, Marco (Orgs.). *Bancos públicos e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Ipea, 2010.
- JIMÉNEZ, Luis Felipe. “Capital de riesgo e innovación en América Latina”. *Revista de la Cepal*, n. 96, diciembre de 2008.
- JÜRGENS, Ulrich. “The final chapter of the ‘VW model’? The VW trajectory, 1995-2005”. In: FREYSSINET, Michel (Ed.). *The second automobile revolution: trajectories of the world carmakers in the 21st century*. Londres: Palgrave Macmillan e Gerpisa, 2009, p.225-245.
- KACPERCZYK, Marcin & SCHNABL, Philipp. “When safe proved risky: commercial paper during the financial crisis of 2007-2009”. *Journal of Economic Perspectives*, v. 24, n. 1, p.29-50, Winter 2010.
- KALECKI, Michal. “The principle of increasing risk”. *Economica*, vol. 4, n. 16, nov. 1937, p.440-447.
- _____. *Essays in the theory of economic fluctuations*. New York: Farrar & Rinehart, Inc., 1939.

- _____ (1954). *Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista*. Tradução de Paulo de Almeida, do original inglês: *Theory of Economic Dynamics – An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*, 2ª ed. revista. Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- KEYNES, John Maynard (1930). “A Treatise on Money”, volumes I e II. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, volumes V e VI. London: Macmillan/Cambridge University Press, 1971.
- _____ (1933a). “A monetary theory of production”. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII. London: Macmillan/Cambridge University Press, 1971, p.408-411.
- _____ (1933b). “The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy”. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXIX. London: Macmillan/Cambridge University Press, 1971, p.76-87.
- _____ (1934). “Poverty in plenty: is the economic system self-adjusting?”. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII. London: Macmillan/Cambridge University Press, 1971, p.485-492.
- _____ (1936). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Tradução de Mário R. da Cruz e revisão técnica de Cláudio Roberto Contador. São Paulo: Atlas, 1982.
- _____ . “Alternative theories of the rate of interest”. *The Economic Journal*, vol. 47, n. 186, Jun. 1937, p.241-252 (a).
- _____ . “The ‘ex-ante’ theory of the rate of interest”. *The Economic Journal*, vol. 47, n. 188, Dec. 1937, p.663-669 (b).
- _____ (1937). “A teoria geral do emprego”. In: SZMRECSÁNYI, Tamás (Org.). *Keynes*. São Paulo: Ática, 1984, 2ª edição (c).
- _____ . “The process of capital formation”. *The Economic Journal*, vol. 49, n. 195, Sep. 1939, p.569-574.
- KING JR., Neil & STOLL, John D. “GM demite seu CEO para receber ajuda”. *The Wall Street Journal*, Detroit. In: *Valor Econômico*, 30 de março de 2009.
- KÖHLER, Holm-Detlev. “From the marriage in heaven to the divorce on earth: the DaimlerChrysler trajectory since the merger”. In: FREYSSINET, Michel (Ed.). *The second automobile revolution: trajectories of the world carmakers in the 21st century*. Londres: Palgrave Macmillan e Gerpisa, 2009, p.309-331.
- KREGEL, Jan. “Minsky’s cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Public Policy Brief n. 93, 2008.
- KREGEL, Jan & BURLAMAQUI, Leonardo. “Finance, Competition, Instability, and Development: Microfoundations and Financial Scaffolding of the Economy”. *Working Papers in Technology Governance and Economic Dynamics n. 4*. The Other Canon Foundation (Norway) and Tallinn University of Technology (Tallinn), January 2006.
- KRISHNAMURTHY, Arvind. “How debt markets have malfunctioned in the crisis”. *Journal of Economic Perspectives*, v. 24, n. 1, p.3-28, Winter 2010.

- LAWDER, David. "U.S. to lend \$ 1.5 billion to Chrysler Financial". *Reuters*, Washington, 16 de janeiro de 2009.
- LAZONICK, William. "The US stock market and the governance of innovative enterprise". *Industrial and Corporate Change*, v. 16, n. 6, p.983-1035, November 2007.
- LAZONICK, William & O'SULLIVAN, Mary. "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance". *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p.13-35, February 2000.
- LEE, Hyun Young. "Strategic alliances and trade dispute in automobile industry: from the perspective of the relationship between government and industries in Japan and Korea". *Far Eastern Studies*, v. 4, Center for Far Eastern Studies, Toyama University, March 2005.
- LEONE, Marie. "Study: bonus depreciation boosts cash flows". *CFO Magazine*, April 13, 2009.
- LEVI, Maria Luiza. "O sistema financeiro japonês no pós-guerra e sua desregulamentação nos anos 80". In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo & FREITAS, Maria Cristina Penido de (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap e Fapesp, 1998, p.288-332.
- LUO, Jianxi. "Which industries to bail out first in economic recession? Ranking industrial sectors by the power-of-pull". *XVII International Input-Output Conference*, FEA/USP, São Paulo, 13 a 17 de julho de 2009.
- MACKINTOSH, James. "Montadoras admitem que vão 'mudar ou morrer'". *Financial Times*, Londres, 17 de fevereiro de 2006.
- MARX, Karl (1867). *O capital: crítica da economia política*. Livro primeiro – O processo de produção do capital, 21ª edição. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2003.
- MATSUBARA, Vitor. "Mercury encerra suas atividades". *Revista Quatro Rodas*, 5 de janeiro de 2011.
- MAYNARD, Micheline. "On paying for cars with cash". *The New York Times*, Detroit, 27 de julho de 2007.
- MCALINDEN, Sean P.; SMITH, Brett C. & SWIECKI, Bernard. "The future of modular automotive systems: where are the economic efficiencies in the modular-assembly concept?". *Michigan Automotive Partnership, Research Memorandum n. 1, UMTRI Report n. 2000-24-1*, novembro de 1999.
- MCGURTY, Frank. "Canada unveils plan to help auto industry". *Reuters*, Toronto, 20 de dezembro de 2008.
- MEDEIROS, Carlos A. & SERRANO, Franklin. "Padrões monetários internacionais e crescimento". In: FIORI, José Luís (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1999, p.119-151.
- MERCER, Glenn. "Ford, 1993-2007: losing its way?". In: FREYSSENET, Michel (Ed.). *The second automobile revolution: trajectories of the world carmakers in the 21st century*. Londres: Palgrave Macmillan e Gerpisa, 2009, p.185-205.
- MINSKY, Hyman P. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975.
- _____. *Can It Happen Again?* New York: M.E. Sharpe, 1982.

- _____. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven and London: Yale University Press, 1986.
- MOAVENZADEH, John. “Offshoring automotive engineering: globalization and footprint strategy in the motor vehicle industry”. *MIT International Motor Vehicle Program*, dezembro de 2006.
- MODIGLIANI, Franco & MILLER, Merton H. “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p.261-297, Jun. 1958.
- MOREIRA, Maurício Mesquita & PUGA, Fernando Pimentel. “Como a indústria financia o seu crescimento. Uma análise do Brasil pós-Real”. *Revista de Economia Contemporânea*, IE-UFRJ, Rio de Janeiro, v. 5, edição especial, outubro de 2000.
- MYERS, Stewart C. “The capital structure puzzle”. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p.575-592, Jul. 1984.
- NADA. *Nada Data: state of the industry report 2010*. National Automobile Dealers Association (NADA), 2010.
- NAUGHTON, Keith. “Lots of woe: car dealers in crisis”. *Newsweek*, 24 de outubro de 2008.
- NSB. *Science and Engineering Indicators 2010*. National Science Board (NSB) – National Science Foundation (NSF). Arlington, VA: NSB-NSF, January 2010.
- OCDE. *Research and Development Expenditure in Industry – Anberd, 1990-2007*. Paris: OCDE, 2009.
- OHLIN, Bertil (1937). “Teorias alternativas da taxa de juros – réplica”. In: IPEA. *Clássicos de literatura econômica*. Rio de Janeiro: Ipea, 1992, 2ª edição, p.329-333.
- OHNO, Taiichi (1978). *Toyota production system beyond large-scale production*. Tóquio, Japão: Diamond Inc. Tradução para o inglês: Productivity Inc., 1988.
- OLMOS, Marli. “Brasil busca oportunidades dentro da crise”. *Valor Econômico*, São Paulo, 10 de abril de 2006.
- _____. “Nova era da General Motors começa hoje em Detroit”. *Valor Econômico*, São Paulo, 10, 11 e 12 de julho de 2009.
- _____. “GM investe em fábricas nos EUA e paga dívida”. *Valor Econômico*, São Paulo, 22 de abril de 2010.
- OSANG, Alexander. “A globalizada General Motors – Vá para o Leste, rapaz”. *Der Spiegel*, 24 de janeiro de 2006 (a).
- _____. “Os americanos não respeitam a força de nossos trabalhadores, diz alemão sobre a GM”. *Der Spiegel*, 24 de janeiro de 2006 (b).
- _____. “GM busca funcionários ‘flexíveis’ na Polônia, onde os salários são bem menores”. *Der Spiegel*, 24 de janeiro de 2006 (c).
- PALLEY, Thomas I. “Financialization: what it is and why it matters”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper n. 525, December 2007.
- PENROSE, Edith Tilton (1959). *The theory of the growth of the firm*. Oxford: Basil Blackwell, 1980.

- PEREZ, Carlota. *Finance and technical change: a neo-schumpeterian perspective*. Cambridge: Working Paper, n. 14, 2004.
- PLIHON, Dominique. “As grandes empresas fragilizadas pela finança”. In: CHESNAIS, François (Org.). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005.
- PORTER, Michael. *Competition in global industries*. Boston: Harvard Business School Press, 1986.
- POSSAS, Mario Luiz. *A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo: Brasiliense, 1987.
- PRATES, Daniela M.; FREITAS, M. Cristina Penido; BIANCARELI, André M.; ROSSI, Pedro; AGUIAR, Letícia & LODI, Ana L. “Mercado de crédito bancário”. Subprojeto II do Projeto de pesquisa – *Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Fecamp/Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009.
- PROBLÈMES ÉCONOMIQUES. *Dossier – Automobile, le grand virage*. Problèmes économiques, La documentation française, n. 2973, mercredi, 10 juin 2009.
- RAMSEY, Mike & ORTOLANI, Alex. “Venda das líderes cai menos nos EUA”. *Bloomberg*, Southfield. In: *Valor Econômico*, 2 de abril de 2009.
- REED, John & MACINTOSH, Julie. “Chrysler interessa à Fiat mesmo em concordata”. *Financial Times*, Londres e Nova York. In: *Valor Econômico*, 29 de abril de 2009.
- REED, John & WARD, Andrew. “GM conclui venda da Saab para a Spyker”. *Financial Times*, Londres e Estocolmo. In: *Valor Econômico*, 24 de fevereiro de 2010.
- RESENDE, Tatiana. “Montadoras terão R\$ 4 bi do governo de SP”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 12 de novembro de 2008.
- REUTERS. “GM dealers say GMAC forcing inventory payoffs”. *Reuters*, Detroit, 21 de outubro de 2008.
- _____. “Factbox – Key facts about U.S. December auto sales”. *Reuters*, 5 de janeiro de 2009.
- SARTI, Fernando. *Internacionalização comercial e produtiva no Mercosul nos anos 90*. Tese de Doutorado – Ciências Econômicas. Campinas: IE/Unicamp, dezembro de 2001.
- _____. “Cadeia: Automobilística. Nota técnica final”. *Estudo da Competitividade de Cadeias Integradas no Brasil: impactos das zonas de livre comércio*. Campinas: Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), Núcleo de Economia Industrial e da Tecnologia (NEIT – Unicamp); Brasília, DF: Ministério do Desenvolvimento, da Indústria e do Comércio Exterior (MDIC), Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT); Rio de Janeiro: Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), dezembro de 2002.
- SCHONBERGER, Richard J. *Técnicas industriais japonesas: nove lições ocultas sobre a simplicidade*. São Paulo: Pioneira, 1992.
- SCHUMPETER, Joseph A. (1912). *Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico*. Tradução de Maria Sílvia Possas. São Paulo: Nova Cultural, 1985, 2ª edição.

- _____ (1928). “A instabilidade do capitalismo”. In: IPEA. *Clássicos de literatura econômica*. Rio de Janeiro: Ipea, 1992, 2ª edição, p.253-289.
- _____ (1942). *Capitalismo, Socialismo e Democracia*. Tradução autorizada da 2ª impressão da 5ª edição inglesa publicada em 1979 por George Allen & Unwin, de Londres, Inglaterra. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1984.
- SENDER JR., Richard & MCMANUS, Walter. “General Motors in an age of corporate restructuring”. In: FREYSSENET, Michel (Ed.). *The second automobile revolution: trajectories of the world carmakers in the 21st century*. Londres: Palgrave Macmillan e Gerpisa, 2009, p.165-184.
- SHIMIZU, Koichi. *Le toyotisme*. Paris: La Découverte, 1999.
- SHIMOKAWA, Koichi. *Global sourcing, global product strategy in the world auto industry, and Japanese automakers’ global strategy*. Hosei University: June 1996.
- SHINGO, Shigeo. *A study of the Toyota production system from an industrial engineering viewpoint*. Productivity Inc., 1989.
- SILVA, Antonio Carlos Macedo e. *Macroeconomia sem equilíbrio*. Petrópolis, RJ: Vozes; Campinas, SP: Fecamp, 1999.
- SIMON, Herbert A. “Rational Decision Making in Business Organizations”. *The American Economic Review*, v. 69, issue 4, p.493-513, Sep. 1979.
- SIMON, Bernard. “GM vai começar a pagar empréstimos oficiais”. *Financial Times*, Toronto. In: *Valor Econômico*, 17 de novembro de 2009.
- SIMON, Bernard & BULLOCK, Nicole. “Credores tentam barrar processo da Chrysler”. *Financial Times*, Toronto e Nova York. In: *Valor Econômico*, 21 de maio de 2009.
- SPECTOR, Mike. “A preço de banana: ‘velha GM’ vende os restos de um império”. *The Wall Street Journal*, Detroit. In: *Valor Econômico*, 5 de outubro de 2009.
- SPECTOR, Mike & MITCHELL, Josh. “Autopeças são próximo desafio para Obama salvar montadoras”. *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 14 de julho de 2009.
- STEINDL, Josef. *Maturidade e estagnação no capitalismo americano: com uma nova introdução do autor*. Rio de Janeiro: Edições Graal, 1983.
- STEVENS, Merieke & FUJIMOTO, Takahiro. “Nissan: from the brink of bankruptcy”. In: FREYSSENET, Michel (Ed.). *The second automobile revolution: trajectories of the world carmakers in the 21st century*. Londres: Palgrave Macmillan e Gerpisa, 2009, p.95-111.
- STIGLITZ, Joseph E. “Why financial structure matters”. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 4, p.121-126, Autumn, 1988.
- STIGLITZ, Joseph E. & WEISS, Andrew. “Credit rationing in markets with imperfect information”. *The American Economic Review*, v. 71, n. 3, p.393-410, Jun. 1981.
- STOLL, John D. “GM faz proposta a sindicato e portadores de títulos”. *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 28 de abril de 2009.
- STOLL, John D. & MCLAUGHLIN, David. “EUA e Canadá planejam sair da GM até 2018 em ação conjunta”. *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 2 de julho de 2009.

- STUDART, Rogério. “O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional”. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João & PAULA, Luiz Fernando de (Orgs.). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999, p.151-170.
- STURGEON, Timothy & FLORIDA, Richard. “Globalization and jobs in the automotive industry”. *MIT Working Paper*, Industrial Performance Center (IPC-00-012), novembro de 2000.
- STURGEON, Timothy & LESTER, Richard. “The new global supply-base: new challenges for local suppliers in East Asia”. *MIT Working Paper*, Industrial Performance Center (IPC-03-006), outubro de 2003.
- TAVARES, Maria da Conceição & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. “Desenvolvimento no Brasil – relembrando um velho tema”. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo & MUSSI, Carlos (Orgs.). *Políticas para a retomada do crescimento – reflexões de economistas brasileiros*. Brasília: Ipea: Cepal, 2002, p.149-184.
- TAYLOR III, Alex. *Sixty to zero: an inside look at the collapse of General Motors – and the Detroit auto industry*. New Haven & London: Yale University Press, 2010.
- TEIXEIRA, Aloisio. *O movimento da industrialização nas economias capitalistas centrais no pós-guerra*. Dissertação de Mestrado – Ciências Econômicas. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, 1983.
- TERLEP, Sharon. “GM paga US\$ 3,5 bi por financeira”. *The Wall Street Journal*, Detroit. In: *Valor Econômico*, 23, 24 e 25 de julho de 2010.
- TORRES FILHO, Ernani Teixeira. “Os keiretsu e os desafios da internacionalização”. *Texto apresentado no 1º Encontro Brasileiro de Estudos sobre o Japão e o Pacífico*, EAESP-FGV, São Paulo, novembro de 1991.
- _____. “A crise da economia japonesa nos anos 90 e a retomada da hegemonia americana”. In: TAVARES, Maria da Conceição & FIORI, José Luís (Orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997, p.383-411.
- _____. “Japão: da industrialização tardia à globalização financeira”. In: FIORI, José Luís (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1999, p.223-249.
- UNCTAD. *World Investment Report 1993: TNCs and integrated international production*. New York and Geneva: United Nations, 1993.
- _____. *World Investment Report 2005: Transnational corporations and the internationalization of R&D*. New York and Geneva: United Nations, 2005.
- _____. *Trade and Development Report 2008: Commodity prices, capital flows and the financing of investment*. New York and Geneva: United Nations, 2008.
- VALOR ECONÔMICO. “Venda da Chrysler encerra união histórica”. *Valor Econômico*, São Paulo, 15 de maio de 2007.
- _____. “Quase falidas, GM e Chrysler tentam sua última cartada”. *Valor Econômico*, Opinião, 19 de fevereiro de 2009 (a).

- _____. “Venda da Chrysler para a Fiat deve ser liberada amanhã pela Justiça”. *Valor Econômico*, Agências internacionais, 3 de junho de 2009 (b).
- _____. “Governo prorroga IPI reduzido para carros flex até março de 2010”. *Valor Econômico*, Brasília, 25 de novembro de 2009 (c).
- _____. “GM reabre capital nos EUA e vende ações por preço acima do previsto”. *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 18 de novembro de 2010.
- VILLELA, André. “Dos ‘anos dourados’ de JK à crise não resolvida (1956-1963)”. In: GIAMBIAGI, Fábio; VILLELA, André; CASTRO, Lavínia Barros de & HERMANN, Jennifer (Orgs.). *Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p.45-68.
- VOLPATO, Giuseppe. “Fiat Group Automobiles: an Arabian phoenix in the international auto industry”. In: FREYSSINET, Michel (Ed.). *The second automobile revolution: trajectories of the world carmakers in the 21st century*. Londres: Palgrave Macmillan e Gerpisa, 2009, p.287-308.
- WALKER, Marcus & FUHRMANS, Vanessa. “Governo alemão se revolta com decisão da GM de manter Opel”. *The Wall Street Journal*, Berlim. In: *Valor Econômico*, 5 de novembro de 2009.
- WERNLE, Bradford. “Chrysler offers 0% for 72 months on most models”. *Automotive News*, Detroit, 10 de janeiro de 2011.
- WHITE, Joseph B. & McCracken, Jeffrey. “Acordo da GM com sindicato marca nova era para montadoras dos EUA”. *The Wall Street Journal*. In: *Valor Econômico*, 27 de setembro de 2007.
- WHITE HOUSE. *Economic Report of the President*. Washington, D.C.: United States Government Printing Office, February 2010.
- WHITE HOUSE REPORT. “A look back at GM, Chrysler and the American auto industry”. *Executive Office of the President of the United States*, Washington, D.C., April 21, 2010.
- WOMACK, James P.; ROOS, Daniel & JONES, Daniel T. *A máquina que mudou o mundo*. Rio de Janeiro: Campus, 1992.
- YACOBUCCI, Brent D. & CANIS, Bill. *Accelerated vehicle retirement for fuel economy: “cash for clunkers”*. Washington, D.C.: Congressional Research Service, March 2010.
- ZYSMAN, John. *Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial change*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1983.

Páginas eletrônicas das corporações (incluindo braços financeiros):

Chrysler: <http://www.chrysler.com/en/> e <https://www.chryslerfinancial.com/home.do>;

Daimler: <http://www.daimler.com/>;

Fiat: <http://www.fiatgroup.com/>;

Ford: <http://www.ford.com/> e <http://www.fordcredit.com/index.jhtml>;

GM: <http://www.gm.com/>;

GMAC/Ally: <http://www.gmacfs.com/index.html> e <http://www.ally.com/>;

Honda: <http://world.honda.com/> e <https://www.hondafinancialservices.com/index.asp>;

Hyundai: <http://worldwide.hyundai.com/> e <https://www.hyundaimotorfinance.com/>;

Nissan: <http://www.nissan-global.com/EN/index.html>;

PSA Peugeot Citroën: <http://www.psa-peugeot-citroen.com/en/hp1.php>;

Renault: <http://www.renault.com/en/Pages/home.aspx>;

Toyota: <http://www.toyota-global.com/>;

VW: http://www.volkswagen.com/vwcms/master_public/virtualmaster/en2.html e

http://www.vwfsag.de/content/sites/vwcorporate/vwfsag_de/en/home.html.

Anexo A – Demonstrações financeiras das corporações (US\$ milhões)

(dados do consolidado – inclui segmento automotivo e de serviços financeiros)

1. Daimler*

Demonstrativo de Resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	174.419	173.463	142.637	108.026	104.294	126.961	115.102	67.522	68.889	54.786
Custo dos produtos vendidos	-144.799	-145.687	-115.817	-87.036	-84.111	-104.174	-95.424	-51.222	-53.398	-45.514
Lucro bruto	29.620	27.776	26.820	20.990	20.184	22.787	19.678	16.300	15.491	9.272
Despesas operacionais	-19.189	-20.800	-17.444	-14.071	-13.194	-16.092	-14.057	-8.817	-9.577	-7.563
Lucro operacional	10.475	-1.496	6.536	4.502	4.224	4.395	4.189	5.917	1.962	-1.050
Receitas (despesas) financeiras	168	175	2.105	-2.230	-791	184	468	320	47	-545
Lucro antes do IR	4.808	-1.683	5.786	472	2.595	2.914	3.032	6.237	2.008	-1.595
Provisão para IR	-2.147	882	-1.122	-775	-864	-435	-536	-2.939	-784	-240
Lucro líquido	8.479	-751	4.499	355	1.810	2.412	2.450	2.707	1.016	-1.835
Lucro por ação (em US\$)	8,45	-0,75	4,46	0,35	1,78	2,37	2,40	2,60	1,01	-1,83

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	107.252	117.314	99.192	82.185	77.165	92.577	77.399	42.274	39.800	37.679
Disponibilidades	7.655	12.967	8.706	8.723	5.705	6.536	5.418	10.618	4.967	6.803
Títulos de curto prazo	5.777	3.491	3.140	2.587	2.851	4.184	4.544	4.472	3.390	5.178
Recebíveis comerciais	8.588	7.296	6.005	4.815	5.103	6.438	5.588	4.321	5.029	3.669
Recebíveis financeiros	52.280	56.181	49.669	41.677	41.689	51.794	39.737	11.059	12.491	11.265
Estoques	17.490	19.011	14.916	11.835	12.328	16.224	13.478	9.569	12.075	8.916
Outros	15.463	18.368	16.757	12.548	9.488	7.401	8.633	2.861	1.847	1.848
Ativo realizável a longo prazo e permanente	106.791	118.031	79.435	58.961	56.963	78.341	66.885	49.496	55.206	51.743
Ativos intangíveis	3.344	3.249	4.697	3.670	3.431	4.299	1.859	3.534	4.338	4.688
Plantas e equipamentos	43.120	46.709	34.585	26.063	24.962	31.143	25.832	9.952	11.559	11.082
Ativos financeiros de longo prazo	13.004	14.042	8.860	6.926	5.171	5.388	4.557	21.392	23.860	21.559
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	36.213	40.851	26.931	19.307	19.610	29.023	28.062	13.340	13.417	12.864
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros**	11.110	13.181	4.363	2.995	3.788	8.489	6.576	1.278	2.032	1.550
Ativo total	214.043	235.346	178.628	141.146	134.128	170.918	144.284	91.770	95.005	89.422

Passivo***	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	88.386	94.026	70.641	53.175	56.085	72.420	58.200	33.245	37.495	32.999
Empréstimos de curto prazo	6.760	8.150	5.333	4.895	7.528	8.358	8.136	4.980	5.776	4.211
Notas e títulos de curto prazo	8.694	20.113	12.369	7.898	8.165	10.621	7.810	7.474	8.018	5.534
<i>Commercial paper</i>	21.393	8.487	9.053	5.580	5.010	7.717	5.948	76	1.667	122
Contas a pagar	19.699	22.485	18.287	14.438	14.920	18.647	13.749	4.940	4.908	4.381
Dívida com fornecedores	16.388	16.064	11.769	9.171	9.481	12.368	10.415	4.714	4.655	3.903
Outros	15.451	18.726	13.830	11.192	10.981	14.708	12.143	11.061	12.473	14.849
Passivo exigível a longo prazo	79.548	96.589	74.282	60.298	52.751	67.048	59.646	32.555	33.997	34.330
Empréstimos de longo prazo	7.304	9.298	8.072	6.264	4.997	6.452	4.647	3.576	4.721	4.813
Notas e títulos de longo prazo	43.795	54.047	37.081	29.930	24.902	29.585	26.841	17.713	16.480	15.357
Aposentadorias e pensões	10.956	13.219	13.977	9.719	9.275	10.888	14.001	2.617	2.975	2.834
Outros	17.493	20.025	15.152	14.386	13.576	20.121	14.157	8.650	9.821	11.327
Patrimônio Líquido	46.110	44.731	33.705	27.673	25.292	31.450	26.437	25.970	23.514	22.093
Capital social	2.802	2.960	2.511	2.085	1.933	2.244	2.030	1.879	1.989	2.114
Reservas de capital	7.826	8.267	7.370	6.267	5.904	6.969	6.521	6.943	7.332	8.235
Lucros retidos	31.644	30.002	28.756	23.029	22.048	26.861	25.352	15.390	13.910	11.220
Outros	3.837	3.501	-4.932	-3.707	-4.594	-4.623	-7.465	1.757	282	524
Passivo total + PL	214.043	235.346	178.628	141.146	134.128	170.918	144.284	91.770	95.005	89.422
Fluxos de Caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	17.204	18.091	16.970	13.061	8.120	10.471	10.642	8.891	2.303	7.609
Despesas com depreciação e amortização	14.627	16.199	12.990	9.040	8.268	10.726	10.383	5.441	4.040	2.266
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-35.133	-15.077	-12.345	-12.888	-12.247	-9.513	-11.071	13.951	-6.325	-6.213
Investimentos em capital fixo	-11.162	-10.094	-6.813	-5.237	-4.688	-5.578	-4.509	-2.885	-2.557	-1.682
Fundos originados ou utilizados por financiamento	15.588	1.587	-5.025	1.994	1.871	-1.283	377	-17.121	-2.095	734
Varição nos empréstimos de curto prazo	-3.478	-14.105	2.763	102	1.801	1.193	885	-6.632	1.096	-1.619
Aumento de dívida de longo prazo	31.425	30.162	9.501	13.013	11.022	12.140	15.425	11.001	20.712	17.284
Pagamento de dívida de longo prazo	-9.830	-11.794	-16.322	-9.911	-9.816	-13.450	-14.989	-19.177	-19.488	-15.832
Pagamento de dividendos	-2.555	-2.686	-968	-1.217	-1.136	-1.335	-1.179	-1.073	-1.451	-456
Venda (ou compra) de ações	26	10	0	6	0	170	235	-1.241	-2.963	1.356
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-1.803	4.896	-1.540	1.320	-2.486	202	-407	4.906	-6.265	2.005

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação. A partir de 2007, dados apenas do Daimler Group (com *Daimler Financial Services*). Anteriormente, dados referentes à DaimlerChrysler.

* Valores em US\$ milhões, convertidos de euro para dólar conforme taxa de câmbio apresentada no relatório anual da corporação. Em 31/12/2000, € 1 = US\$ 0,9310. Em 31/12/2001, € 1 = US\$ 0,8813. Em 31/12/2002, € 1 = US\$ 1,0487. Em 31/12/2003, € 1 = US\$ 1,2630. Em 31/12/2004, € 1 = US\$ 1,3621. Em 31/12/2005, € 1 = US\$ 1,1797. Em 31/12/2006, € 1 = US\$ 1,3170. Em 31/12/2007, € 1 = US\$ 1,4721. Em 31/12/2008, € 1 = US\$ 1,3917. Em 31/12/2009, € 1 = US\$ 1,4406.

** Inclui provisão para impostos, despesas antecipadas etc.

*** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

2. Fiat*

Demonstrativo de Resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	65.782	69.587	55.394	39.864	35.846	39.454	39.356	39.759	42.667	34.779
Custo dos produtos vendidos	-64.864	-69.226	-56.121	-40.268	-35.830	-33.588	-33.324	-33.234	-35.513	-30.030
Lucro bruto	918	361	-727	-404	16	5.866	6.032	6.525	7.155	4.749
Despesas operacionais	-9.339	-9.269	-7.203	-5.295	-4.676	-3.826	-3.566	-3.345	-3.647	-2.982
Lucro operacional	-	-	-	-	-	1.878	1.565	2.141	2.136	249
Receitas (despesas) financeiras	-663	-772	-640	-762	-469	-715	-437	-383	-680	-523
Lucro antes do IR	1.128	-564	-4.593	-1.028	-1.158	1.919	1.246	1.884	1.571	-255
Provisão para IR	507	334	-528	515	-21	715	372	488	335	334
Lucro líquido	713	-505	-3.765	-1.504	-1.164	1.204	874	1.395	1.237	-589
Lucro por ação (em US\$)	-	-	-	-	-	1,06	0,60	1,04	0,93	-0,47

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	58.724	68.089	54.746	33.842	27.996	33.727	28.037	25.694	26.535	28.982
Disponibilidades	2.145	2.420	3.327	2.542	2.323	5.440	5.874	4.510	2.646	8.487
Títulos de curto prazo	6.491	9.577	7.248	3.095	1.647	882	484	690	695	624
Recebíveis comerciais	7.016	6.501	5.062	2.975	2.884	4.212	3.754	2.978	3.154	2.533
Recebíveis financeiros	21.262	24.127	17.556	8.511	5.250	13.540	8.916	8.334	9.439	8.812
Estoques	15.445	17.599	14.568	12.162	11.465	6.681	6.414	6.786	8.153	6.072
Outros	6.365	7.866	6.986	4.557	4.428	2.973	2.595	2.396	2.448	2.453
Ativo realizável a longo prazo e permanente	44.128	46.229	33.479	15.810	14.029	19.213	16.232	15.157	17.851	17.690
Ativos intangíveis	6.936	7.415	4.959	2.949	2.439	5.038	4.875	4.431	5.064	4.997
Plantas e equipamentos	17.913	15.757	11.544	7.660	7.002	9.329	8.003	7.639	9.059	8.986
Ativos financeiros de longo prazo	17.895	21.524	15.793	4.573	4.056	1.978	1.731	1.504	1.564	1.499
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	1.063	188	269	363	317
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros**	1.385	1.533	1.183	628	532	1.806	1.435	1.313	1.801	1.891
Ativo total	102.852	114.319	88.224	49.652	42.026	52.941	44.270	40.850	44.386	46.672

Passivo***	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	42.536	45.153	30.358	21.170	20.860	27.071	19.634	19.205	21.316	19.917
Empréstimos de curto prazo	9.001	8.738	4.274	2.135	5.102	2.439	1.207	1.059	2.335	2.451
Notas e títulos de curto prazo	7.507	6.145	2.695	2.394	1.523	2.345	629	394	632	1.166
<i>Commercial paper</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	3.664	4.514	3.436	2.278	1.877	1.840	1.800	1.707	1.621	1.308
Dívida com fornecedores	11.886	13.743	11.496	9.290	8.038	9.983	9.569	10.003	9.526	8.535
Outros	10.478	12.012	8.457	5.074	4.320	10.465	6.428	6.042	7.201	6.456
Passivo exigível a longo prazo	43.980	53.726	49.591	22.549	16.939	17.890	17.015	13.984	15.094	19.039
Empréstimos de longo prazo	5.600	6.706	8.161	5.295	1.333	2.276	1.336	790	2.239	3.376
Notas e títulos de longo prazo	9.959	13.521	11.261	6.791	5.108	4.126	5.150	4.517	4.503	7.012
Aposentadorias e pensões	3.796	3.633	2.927	2.233	1.997	3.322	2.856	2.443	2.419	2.393
Outros	24.624	29.866	27.242	8.230	8.502	8.166	7.674	6.234	5.933	6.259
Patrimônio Líquido	16.336	15.440	8.276	5.933	4.227	7.979	7.620	7.662	7.977	7.716
Capital social	2.957	3.124	2.939	3.894	3.611	-	-	-	-	-
Reservas de capital	1.757	1.856	2.219	221	-	-	-	-	-	-
Lucros retidos	8.118	8.266	5.023	2.221	950	-	-	-	-	-
Outros	3.504	2.193	-1.905	-402	-334	-	-	-	-	-
Passivo total + PL	102.852	114.319	88.224	49.652	42.026	52.941	44.270	40.850	44.386	46.672
Fluxos de Caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	5.126	2.763	1.004	-1.542	-263	3.150	3.506	4.014	276	3.194
Despesas com depreciação e amortização	3.278	3.268	2.493	1.797	1.592	2.195	2.254	1.860	2.085	1.855
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-12.242	-3.423	1.999	2.294	2.236	-454	-1.055	-3.125	-4.534	-1.776
Investimentos em capital fixo	-3.476	-3.901	-2.642	-1.592	-1.551	-2.587	-2.877	-2.707	-3.782	-2.350
Fundos originados ou utilizados por financiamento	7.214	815	-1.710	-972	-2.007	-2.431	-1.314	-1.613	2.247	4.360
Varição nos empréstimos de curto prazo	375	-1.294	-5.109	898	523	-2.407	-544	-751	1.154	58
Aumento de dívida de longo prazo	8.923	9.714	11.488	1.575	922	-	2.651	1.096	2.623	5.619
Pagamento de dívida de longo prazo	-4.469	-6.873	-8.956	-4.892	-3.453	-	-3.421	-1.482	-978	-1.307
Pagamento de dividendos	-378	-431	-217	-12	-14	-25	-17	-211	-392	-19
Venda (ou compra) de ações	2.764	-302	1.085	1.458	15	0	17	-265	-160	9
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	98	154	1.293	-220	-35	551	1.005	-747	-2.125	5.930

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação (*Consolidated Financial Statements*, exceto dados de fluxos de caixa a partir de 2002, retirados dos *Reports on Operations*). *Nota:* desde 2005, quando houve mudança na metodologia de apresentação dos resultados do grupo, foram somados ao total do ativo circulante os ativos para venda. Não consta também a abertura do patrimônio líquido, de acordo com as rubricas padronizadas para todas as empresas, nem o detalhamento de algumas categorias para anos anteriores.

* Valores em US\$ milhões, convertidos de euro para dólar conforme taxa de câmbio apresentada no relatório anual do grupo. Em 31/12/2000, € 1 = US\$ 0,9310. Em 31/12/2001, € 1 = US\$ 0,8813. Em 31/12/2002, € 1 = US\$ 1,0487. Em 31/12/2003, € 1 = US\$ 1,2630. Em 31/12/2004, € 1 = US\$ 1,3621. Em 31/12/2005, € 1 = US\$ 1,1797. Em 31/12/2006, € 1 = US\$ 1,3170. Em 31/12/2007, € 1 = US\$ 1,4721. Em 31/12/2008, € 1 = US\$ 1,3917. Em 31/12/2009, € 1 = US\$ 1,4406.

** Inclui provisão para impostos, despesas antecipadas etc.

*** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

3. Ford

Demonstrativo de Resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	170.064	162.412	163.420	164.196	171.652	177.089	160.123	172.455	146.277	118.308
Custo dos produtos vendidos	-126.120	-129.159	-125.137	-129.821	-135.856	-144.944	-148.869	-142.587	-127.103	-100.016
Lucro bruto	43.944	33.253	38.283	34.375	35.796	32.145	11.254	29.868	19.174	18.292
Despesas operacionais	-	-	-25.150	-23.902	-23.903	-24.652	-19.180	-21.169	-21.430	-13.258
Lucro operacional	5.226	-7.568	-531	-1.531	-177	-4.209	-17.921	-4.268	-9.293	-2.706
Receitas (despesas) financeiras	-9.414	-10.082	-8.824	-7.690	-7.071	-7.643	-8.783	-10.927	-9.682	-6.828
Lucro antes do IR	8.234	-7.584	953	1.370	4.853	1.996	-15.051	-3.746	-14.404	3.026
Provisão para IR	2.705	-2.151	302	135	937	-512	-2.646	-1.294	63	69
Lucro líquido	3.467	-5.453	-980	495	3.487	2.024	-12.613	-2.723	-14.672	2.717
Lucro por ação (em US\$)	2,34	-3,02	-0,55	0,27	1,91	1,10	-6,72	-1,38	-6,46	0,91

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	167.928	165.106	169.427	182.510	175.558	174.612	187.785	182.335	150.835	136.301
Disponibilidades	4.851	7.218	12.250	21.770	23.511	31.499	28.894	35.283	22.049	21.441
Títulos de curto prazo	13.933	11.577	18.271	17.539	10.565	11.044	26.728	15.515	17.411	21.387
Recebíveis comerciais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis financeiros	129.849	114.172	97.030	110.893	110.749	105.975	106.863	109.053	93.484	76.996
Estoques	7.514	6.191	6.980	9.181	10.766	10.271	11.578	10.121	8.618	5.450
Outros	11.781	25.948	34.896	23.127	19.967	15.823	13.722	12.363	9.273	11.027
Ativo realizável a longo prazo e permanente	116.493	111.437	119.930	122.084	117.096	94.864	90.769	96.929	67.493	58.549
Ativos intangíveis	-	-	6.617	7.262	7.271	5.945	6.937	2.069	1.593	209
Plantas e equipamentos	37.508	33.121	37.935	43.598	44.551	40.707	38.505	36.239	28.565	24.778
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	46.593	47.262	40.055	31.859	31.763	27.099	29.834	33.255	25.738	17.270
Participação em coligadas	2.949	2.450	3.569	2.959	2.835	2.579	2.787	2.853	1.592	1.550
Outros*	29.443	28.604	31.754	36.406	30.676	18.534	12.706	22.513	10.005	14.742
Ativo total	284.421	276.543	289.357	304.594	292.654	269.476	278.554	279.264	218.328	194.850

Passivo**	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	125.280	104.559	97.802	119.097	128.739	96.095	94.826	87.516	77.086	58.195
Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Notas e títulos de curto prazo	22.073	29.896	32.423	42.758	43.130	10.521	10.796	14.231	10.244	11.345
<i>Commercial paper</i>	44.596	16.683	9.663	17.295	23.303	22.792	16.880	14.044	11.515	6.369
Contas a pagar	28.812	27.085	25.088	29.591	31.187	30.770	30.582	29.549	34.365	19.701
Dívida com fornecedores	15.075	15.677	14.606	15.289	16.030	16.554	17.069	15.718	10.635	11.210
Outros	14.724	15.218	16.022	14.164	15.089	15.458	19.499	13.974	10.327	9.570
Passivo exigível a longo prazo	139.858	163.526	180.295	173.187	146.993	159.302	186.034	184.699	157.358	143.170
Empréstimos de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Notas e títulos de longo prazo	99.000	119.726	119.381	118.974	105.786	121.019	144.373	140.255	132.929	115.373
Aposentadorias e pensões	14.093	15.451	16.344	17.136	15.306	17.778	25.372	30.438	16.793	17.204
Outros	26.765	28.349	44.570	37.077	25.901	20.505	16.289	14.006	7.636	10.593
Patrimônio Líquido	19.283	8.458	11.260	12.310	16.922	14.079	-2.306	7.049	-16.116	-6.515
Capital social	6.193	6.020	5.439	5.393	5.340	4.891	4.581	7.856	9.100	16.820
Reservas de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucros retidos	17.884	10.502	8.659	8.421	11.175	12.461	-17	-1.485	-16.145	-13.599
Outros	-4.794	-8.064	-2.838	-1.504	407	-3.273	-6.870	678	-9.071	-9.736
Passivo total + PL	284.421	276.543	289.357	304.594	292.654	269.476	278.554	279.264	218.328	194.850
Fluxos de Caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	33.764	22.764	18.633	20.195	24.514	21.674	9.609	17.074	-179	16.042
Despesas com depreciação e amortização	14.849	15.574	15.137	14.263	13.016	13.987	16.453	13.052	12.826	8.018
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-36.151	-17.169	-3.620	-6.325	-14.851	7.457	-24.864	-6.483	-3.143	6.469
Investimentos em capital fixo	-8.348	-7.008	-7.278	-7.749	-6.745	-7.517	-6.848	-6.022	-6.696	-4.561
Fundos originados ou utilizados por financiamento***	3.771	-2.976	-10.333	-5.132	-9.865	-20.651	15.273	-5.242	-9.104	-22.959
Varição nos empréstimos de curto prazo	-7.182	-18.273	-14.161	1.305	4.937	-8.591	-5.825	919	-5.120	-5.935
Aumento de dívida de longo prazo	39.449	46.217	15.842	23.086	22.223	24.559	58.258	33.113	42.163	45.990
Pagamento de dívida de longo prazo	-18.435	-27.257	-16.619	-28.780	-36.021	-36.080	-36.601	-39.431	-46.299	-61.894
Pagamento de dividendos	-2.751	-1.929	-743	-733	-733	-738	-468	-	-	-
Venda (ou compra) de ações	-1.229	-1.385	287	9	-151	325	248	219	756	2.450
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	470	2.367	5.053	9.549	303	7.984	482	6.363	-13.234	-608

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação divulgados pela *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC). *Nota:* até 2001, não se apresentavam dados consolidados do grupo. Este foi calculado pela soma dos dados do setor automotivo e de serviços financeiros. Nos anos seguintes, sempre quando possível, utilizaram-se os dados consolidados. No entanto, como algumas contas importantes na análise não eram detalhadas para o consolidado, recorreu-se ao procedimento anterior. Nesses casos, como não necessariamente o total dos dois segmentos correspondia ao consolidado, haja vista ajustes para evitar dupla contagem e/ou outros problemas, realizaram-se acertos, sobretudo por meio da categoria “outros” do balanço, a fim de manter as identidades contábeis.

* Inclui ativos para venda, despesas antecipadas etc.

** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras. Aliás, a categoria “notas e títulos” inclui também os empréstimos bancários (de curto e longo prazo), uma vez que essas rubricas não são discriminadas pela corporação.

*** Inclui “outros” no montante total.

4. General Motors

Demonstrativo de Resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Receitas	184.632	177.260	186.763	185.524	193.517	192.604	207.349	181.122	148.979	104.589	47.115	57.474
Custo dos produtos vendidos	-145.664	-143.850	-153.344	-152.071	-159.951	-171.033	-164.682	-166.259	-149.311	-112.195	-55.814	-56.381
Lucro bruto	38.968	33.410	33.419	33.453	33.566	21.571	42.667	14.863	-332	-7.606	-8.699	1.093
Despesas operacionais	-22.252	-23.302	-23.624	-21.008	-20.394	-22.734	-25.081	-14.412	-14.253	-12.167	-6.161	-6.006
Lucro operacional	6.078	-172	194	504	-371	-17.174	-7.668	-4.390	-21.284	-21.023	-16.095	-4.928
Receitas (despesas) financeiras	-9.552	-8.590	-7.715	-9.464	-11.980	-15.768	-16.945	-3.076	-2.525	-6.122	-5.428	-694
Lucro antes do IR	7.164	1.518	2.080	2.981	1.192	-16.931	-4.947	-6.253	-29.388	102.493	107.776	-5.283
Provisão para IR	2.393	768	533	731	-911	-5.878	-2.785	37.162	1.766	-2.166	-1.166	-1.000
Lucro líquido	4.452	601	1.736	3.822	2.805	-10.567	-1.978	-38.732	-30.860	105.217	109.003	-3.786
Lucro por ação (em US\$)	6,80	1,78	3,37	7,24	4,97	-18,69	-3,50	-68,45	-53,32	167,90	178,63	-10,73

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Ativo circulante	146.293	159.225	206.416	283.371	315.932	314.574	66.937	63.333	43.019	59.247		59.247
Disponibilidades	10.284	18.555	21.449	32.554	35.993	30.726	24.123	24.817	14.053	22.679		22.679
Títulos de curto prazo	10.756	11.459	16.825	22.215	21.737	19.726	326	2.354	141	134		134
Recebíveis comerciais	5.835	5.406	5.861	5.380	6.713	7.758	8.216	9.659	7.711	7.518		7.518
Recebíveis financeiros	92.415	99.813	134.647	173.137	199.600	180.793	-	-	-	-		-
Estoques	10.945	10.034	9.967	10.960	12.247	14.354	13.921	14.939	13.042	10.107		10.107
Outros	16.058	13.958	17.667	39.125	39.642	61.217	20.351	11.564	8.072	18.809		18.809
Ativo realizável a longo prazo e permanente	156.807	164.744	164.366	165.136	163.671	161.504	119.255	85.550	48.028	77.048		77.048
Ativos intangíveis	7.622	13.721	14.611	4.760	4.925	4.339	1.118	1.066	265	45.219		45.219
Plantas e equipamentos	33.977	34.908	37.973	38.211	39.020	40.214	41.934	43.017	39.656	18.687		18.687
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	36.752	34.618	34.811	34.383	34.214	38.187	11.794	6.712	2.221	3		3
Participação em coligadas	3.497	4.950	5.044	6.032	6.776	3.291	1.969	1.919	1.655	7.936		7.936
Outros	74.959	76.547	71.927	81.750	78.736	75.473	62.440	32.836	4.231	5.203		5.203
Ativo total	303.100	323.969	370.782	448.507	479.603	476.078	186.192	148.883	91.047	136.295		136.295

Passivo*	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Passivo circulante	139.899	123.520	136.096	151.462	168.082	167.092	69.059	70.348	75.126	52.435		52.435
Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Notas e títulos de curto prazo	34.798	44.927	54.243	67.441	84.689	83.045	5.689	6.057	16.946	10.221		10.221
Commercial paper	44.153	16.749	13.425	13.182	8.416	528	-	-	-	-		-
Contas a pagar	40.668	41.990	48.259	49.297	50.720	46.396	36.439	34.852	35.944	22.288		22.288
Dívida com fornecedores	18.309	18.297	20.169	21.542	24.257	26.182	26.931	29.439	22.236	18.725		18.725
Outros	1.971	1.557	0	0	0	10.941	0	0	0	1.201		1.201
Passivo exigível a longo prazo	132.180	179.996	227.038	271.470	283.398	293.350	121.384	114.015	101.261	54.905		54.905
Empréstimos de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Notas e títulos de longo prazo	65.704	104.638	134.272	191.133	207.174	202.177	42.482	38.282	29.594	5.562		5.562
Aposentadorias e pensões	37.786	45.305	56.984	40.237	32.777	40.204	62.020	58.756	54.097	35.794		35.794
Outros	28.690	30.053	35.782	40.100	43.447	50.969	16.882	16.977	17.570	13.549		13.549
Patrimônio Líquido	31.021	20.453	7.648	25.575	28.123	15.636	-4.251	-35.480	-85.340	28.955		28.955
Capital social	1.002	1.020	1.032	937	942	943	943	943	1.017	7.003		7.003
Reservas de capital	21.020	21.519	21.583	15.185	15.241	15.285	15.336	15.319	15.755	24.050		24.050
Lucros retidos	10.119	9.463	10.031	12.752	14.428	2.361	406	-39.392	-32.316	-4.394		-4.394
Outros	-1.120	-11.549	-24.998	-3.299	-2.488	-2.953	-20.936	-12.350	-69.796	2.296		2.296
Passivo total + PL	303.100	323.969	370.782	448.507	479.603	476.078	186.192	148.883	91.047	136.295		136.295
Fluxos de Caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	19.750	9.166	17.109	7.600	13.061	-16.856	-11.759	7.731	-12.065	-17.332	-18.303	971
Despesas com depreciação e amortização	13.411	12.908	12.938	13.978	14.152	15.769	10.950	9.513	10.014	11.114	6.873	4.241
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-33.773	-23.171	-41.377	-55.492	-31.768	8.565	19.695	-1.760	-1.764	-19.122	-21.134	2.012
Investimentos em capital fixo	-9.722	-8.631	-7.443	-7.330	-7.753	-8.179	-7.933	-7.542	-7.530	-5.431	-3.517	-1.914
Fundos originados ou utilizados por financiamento**	13.051	21.872	26.667	58.922	21.475	3.480	-3.767	-5.593	3.843	44.771	44.229	542
Varição nos empréstimos de curto prazo	7.865	-20.044	-404	235	2.192	-10.126	7.033	-5.749	-4.100	-3.273	-2.364	-909
Aumento de dívida de longo prazo	27.693	64.348	53.144	97.391	73.511	78.276	79.566	2.131	9.928	-	-	-
Pagamento de dívida de longo prazo	-22.392	-21.484	-24.889	-38.963	-57.822	-69.566	-92.290	-1.403	-1.702	-	-	-
Pagamento de dividendos	-1.294	-1.201	-1.168	-1.121	-1.129	-1.134	-563	-572	-283	-97	-	-97
Venda (ou compra) de ações	1.179	253	-16	60	0	0	-	-	-	-	-	-
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-972	7.867	2.894	12.234	3.439	-4.896	4.534	694	-10.764	9.017	4.960	4.057

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação divulgados pela *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC). *Notas:* (1) até 2001, não se apresentavam dados consolidados do grupo. Este foi calculado pela soma dos dados do setor automotivo e de serviços financeiros. Nos anos seguintes, sempre quando possível, utilizaram-se os dados consolidados que, na maioria das vezes, correspondiam aos dois segmentos juntos eliminadas contas entre eles. A partir de 2006, houve mudança na forma de apresentação dos resultados. (2) venda da GMAC em 30/11/2006, mantendo-se 49% do controle acionário. (3) reestruturação da corporação em 2009. Dados apresentados nas demonstrações financeiras separados entre a companhia predecessora, P (até 09/07/2009), e sucessora, S (de 10/07/2009 em diante). Optou-se por apresentar os dados da antiga companhia e da nova companhia, bem como a soma das duas quando possível para o ano de 2009, o que apenas se aplica para o demonstrativo de resultados e fluxo de caixa. Para o balanço de 2009, constam apenas dados referentes à empresa sucessora. Dados da predecessora cessam em 2008 (por isso, manteve-se a coluna de 2009, nesse caso, em branco). Cabe destacar que o lucro antes do imposto de renda para a companhia predecessora em 2009 incluía ganhos de reorganização equivalentes a US\$ 128.155 milhões, já sob processo de reestruturação da corporação, o que distorce o resultado final. Neste caso, é recomendável utilizar os resultados da sucessora.

* Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras. Aliás, a categoria “notas e títulos” inclui também os empréstimos bancários (de curto e longo prazo), uma vez que essas rubricas não são discriminadas pela corporação.

** Inclui “outros” no montante total.

5. Honda*

Demonstrativo de Resultado	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	66.319	77.232	80.549	84.345	93.919	119.801	101.916
Custo dos produtos vendidos	-45.010	-53.078	-56.227	-59.678	-66.626	-85.270	-75.533
Lucro bruto	21.309	24.154	24.322	24.667	27.294	34.531	26.384
Despesas operacionais	-11.938	-14.227	-14.091	-14.100	-15.403	-19.150	-18.720
Lucro operacional	5.736	5.678	5.875	7.397	7.216	9.513	1.931
Receitas (despesas) financeiras	-40	-8	-9	132	249	335	190
Lucro antes do IR	5.073	6.074	6.116	6.935	6.716	8.941	1.646
Provisão para IR	2.039	2.391	2.483	2.700	2.404	3.867	1.118
Lucro líquido	3.550	4.393	4.527	5.082	5.018	5.989	1.395
Lucro por ação (em US\$)	3,66	4,61	4,85	5,52	2,75	3,30	0,77

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	27.391	34.566	37.329	39.379	44.493	52.216	47.044
Disponibilidades	4.554	6.854	7.203	6.362	8.010	10.489	7.028
Títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis comerciais	3.698	3.533	7.367	8.201	8.941	10.198	8.696
Recebíveis financeiros	9.131	11.965	9.508	10.479	12.082	13.382	11.931
Estoques	6.256	7.242	8.030	8.822	10.022	11.970	12.664
Outros	3.752	4.971	5.220	5.517	5.439	6.178	6.725
Ativo realizável a longo prazo e permanente	36.514	44.238	49.429	50.615	57.468	73.700	73.274
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-
Plantas e equipamentos	11.600	13.582	14.752	15.453	17.609	21.971	21.864
Ativos financeiros de longo prazo	1.167	2.298	2.467	2.435	2.157	2.217	1.356
Recebíveis de longo prazo	18.553	22.493	24.433	25.389	25.750	27.027	24.435
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	2.848	9.172	13.110
Participação em coligadas	2.269	2.822	3.256	3.482	4.130	5.488	5.149
Outros	2.925	3.043	4.521	3.856	4.974	7.825	7.359
Ativo total	63.904	78.804	86.758	89.995	101.961	125.916	120.319

Passivo**	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	25.977	31.553	34.906	33.961	36.320	46.697	43.137
Empréstimos de curto prazo	1.834	2.446	2.604	2.674	2.635	4.148	6.489
Notas e títulos de curto prazo	2.710	814	794	1.296	1.545	4.359	2.384
<i>Commercial paper</i>	2.760	3.688	3.765	1.934	6.543	8.332	8.503
Contas a pagar	6.468	7.699	8.508	7.918	6.839	7.292	5.728
Dívida com fornecedores	6.911	8.622	9.440	9.633	9.882	10.521	7.191
Outros***	5.293	8.284	9.794	10.506	8.876	12.044	12.843
Passivo exigível a longo prazo	16.050	20.054	21.223	20.912	26.628	32.448	35.134
Empréstimos de longo prazo	682	875	897	978	1.305	1.786	5.782
Notas e títulos de longo prazo	8.804	12.321	13.625	15.018	14.839	16.546	13.893
Aposentadorias e pensões	4.619	3.971	3.549	1.462	4.443	5.926	6.198
Outros	1.945	2.888	3.152	3.454	6.042	8.189	9.261
Patrimônio Líquido	21.878	27.197	30.629	35.122	39.013	46.772	42.048
Capital social	716	814	801	733	729	859	876
Reservas de capital	1.680	1.941	1.930	1.774	1.781	2.119	2.204
Lucros retidos	26.303	33.962	35.472	36.332	39.432	50.903	51.912
Outros	-6.821	-9.521	-7.574	-3.716	-2.928	-7.110	-12.944
Passivo total + PL	63.904	78.804	86.758	89.995	101.961	125.916	120.319
Fluxos de Caixa	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	5.725	6.746	6.952	4.908	7.662	11.248	3.906
Despesas com depreciação e amortização	1.838	2.020	2.102	2.232	3.064	4.166	4.498
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-8.931	-9.154	-7.523	-5.727	-9.578	-16.832	-11.538
Investimentos em capital fixo	-2.637	-2.722	-3.482	-3.916	-5.065	-6.670	-6.466
Fundos originados ou utilizados por financiamento****	2.886	4.348	908	204	3.587	6.867	5.404
Varição nos empréstimos de curto prazo	-399	-75	189	-1.064	2.593	6.008	2.757
Aumento de dívida de longo prazo	6.456	8.375	6.560	7.369	8.213	10.598	13.234
Pagamento de dívida de longo prazo	-2.430	-2.735	-4.610	-4.838	-5.739	-7.813	-9.055
Pagamento de dividendos	-251	-317	-445	-605	-1.253	-1.619	-1.533
Venda (ou compra) de ações	-472	-902	-784	-656	-226	-307	1
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-516	1.675	457	-223	1.938	1.052	-3.670

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação divulgados pela *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC).

* Dados disponíveis apenas a partir de 2003, relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano. Valores em US\$ milhões, convertidos de iene para dólar conforme taxa de câmbio apresentada no relatório anual do grupo. Em 31/03/2003, ¥ 120,20 = US\$ 1. Em 31/03/2004, ¥ 105,69 = US\$ 1. Em 31/03/2005, ¥ 107,39 = US\$ 1. Em 31/03/2006, ¥ 117,47 = US\$ 1. Em 31/03/2007, ¥ 118,05 = US\$ 1. Em 31/03/2008, ¥ 100,19 = US\$ 1. Em 31/03/2009, ¥ 98,23 = US\$ 1.

** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

*** Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

**** Inclui "outros" no montante total.

6. Hyundai*

Demonstrativo de Resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	14.472	30.052	40.089	38.895	50.872	58.076	68.468	74.186	63.409	78.334
Custo dos produtos vendidos	-11.296	-22.100	-29.543	-27.384	-37.765	-45.363	-54.043	-59.121	-49.169	-60.856
Lucro bruto	3.177	7.951	10.547	11.511	13.107	12.712	14.425	15.065	14.240	17.479
Despesas operacionais	-2.134	-5.600	-7.938	-9.261	-10.825	-10.450	-12.493	-12.029	-11.797	-12.665
Lucro operacional	1.043	2.351	2.608	2.249	2.282	2.262	1.933	3.036	2.443	4.813
Receitas (despesas) financeiras	328	432	175	40	-1	-103	-272	-459	-186	-746
Lucro antes do IR	619	1.575	2.285	2.228	2.606	3.347	2.181	2.781	1.190	4.760
Provisão para IR	89	506	703	545	821	563	770	696	326	1.299
Lucro líquido	530	869	1.195	1.482	1.616	2.294	1.355	1.706	869	3.463
Lucro por ação (em US\$)	2,49	3,85	5,26	6,55	7,09	10,56	6,17	6,20	1,99	9,38

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	3.223	9.078	12.588	16.140	20.646	24.607	26.442	30.046	30.835	31.506
Disponibilidades	205	1.738	2.304	3.977	3.054	4.341	4.012	4.683	4.945	7.417
Títulos de curto prazo	146	653	592	329	451	849	511	152	847	216
Recebíveis comerciais	893	1.394	1.832	2.257	2.640	4.272	5.814	6.913	6.094	6.261
Recebíveis financeiros	595	1.232	3.008	3.385	5.308	4.343	3.383	3.564	2.679	4.781
Estoques	812	2.856	3.182	4.591	6.649	7.874	10.641	12.007	13.404	10.016
Outros	572	1.205	1.670	1.602	2.544	2.927	2.080	2.726	2.865	2.816
Ativo realizável a longo prazo e permanente	11.040	20.989	25.837	29.153	35.271	40.439	49.622	59.324	51.238	56.131
Ativos intangíveis	1.197	1.622	1.398	1.555	1.736	2.300	2.810	3.195	2.743	3.176
Plantas e equipamentos	6.699	12.748	13.950	14.896	18.971	21.173	25.271	27.318	22.997	24.684
Ativos financeiros de longo prazo	2.197	-	-	3.433	3.836	3.916	3.852	3.760	3.004	3.984
Recebíveis de longo prazo	-	75	85	174	130	71	16	6	10	65
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	1.315	1.717	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	947	5.229	8.687	9.096	10.598	12.979	17.673	25.046	22.484	24.221
Ativo total	14.263	30.067	38.425	45.294	55.917	65.046	76.064	89.371	82.072	87.637

Passivo**	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	5.317	13.481	17.354	21.137	25.600	29.656	33.297	39.441	38.249	37.046
Empréstimos de curto prazo	418	5.089	6.270	7.896	10.128	11.073	12.521	17.509	17.199	11.090
Notas e títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Commercial paper</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	154	1.015	1.013	1.736	2.033	2.837	3.150	3.301	2.861	3.535
Dívida com fornecedores	2.192	2.847	3.912	3.532	6.107	6.256	10.833	10.830	10.344	11.402
Outros***	2.552	4.531	6.159	7.974	7.333	9.490	6.794	7.801	7.845	11.018
Passivo exigível a longo prazo	2.895	7.926	9.877	10.586	13.906	16.002	20.213	24.654	23.662	25.787
Empréstimos de longo prazo	639	2.322	1.507	1.287	1.585	2.070	4.380	6.059	7.736	9.599
Notas e títulos de longo prazo	1.381	3.906	5.166	4.083	5.776	8.371	9.371	11.914	9.948	10.314
Aposentadorias e pensões	426	567	796	861	963	1.041	1.203	1.066	890	814
Outros	449	1.131	2.408	4.355	5.582	4.520	5.259	5.615	5.088	5.060
Patrimônio Líquido	6.051	8.660	11.195	13.570	16.411	19.388	22.554	25.276	20.161	24.804
Capital social	1.172	1.113	1.230	1.234	1.419	1.464	1.597	1.585	1.184	1.275
Reservas de capital	4.256	4.001	4.404	4.449	4.945	5.520	6.110	6.132	4.644	4.962
Lucros retidos	1.218	1.703	3.064	4.298	6.256	8.701	10.553	11.981	9.417	12.519
Outros	-595	1.842	2.497	3.590	3.791	3.704	4.294	5.578	4.915	6.048
Passivo total + PL	14.263	30.067	38.425	45.294	55.917	65.046	76.064	89.371	82.072	87.637
Fluxos de Caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	1.170	647	3.105	1.068	3.845	4.379	3.471	2.653	-658	11.955
Despesas com depreciação e amortização	442	1.095	1.281	1.200	1.554	2.059	2.493	2.227	2.058	2.286
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-1.794	-2.782	-3.292	-556	-5.663	-7.218	-7.894	-11.387	-7.498	-6.137
Investimentos em capital fixo	-1.025	-1.496	-1.405	-2.363	-3.269	-3.842	-4.162	-4.670	-3.950	-3.222
Fundos originados ou utilizados por financiamento****	-45	3.306	548	887	412	3.833	3.693	9.308	9.319	-3.640
Varição nos empréstimos de curto prazo	-930	1.696	571	850	1.097	1.839	-232	5.103	3.565	-7.320
Aumento de dívida de longo prazo	1.106	4.981	4.160	3.545	5.596	6.747	8.461	12.508	12.263	10.906
Pagamento de dívida de longo prazo	-221	-3.105	-3.903	-3.348	-5.741	-4.489	-4.905	-8.340	-6.420	-7.052
Pagamento de dividendos	-111	-126	-230	-331	-274	-399	-411	-373	-321	-237
Venda (ou compra) de ações	342	114	49	198	6	6	-	-	-	-
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-71	1.202	384	1.668	-1.509	1.194	-718	707	1.451	2.091

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação (*Consolidated Financial Statements*, exceto dados para 2000, retirados do respectivo *Annual Report*).

* Valores em US\$ milhões, conforme mostrados nos relatórios financeiros após serem convertidos pela taxa de câmbio won/dólar vigente no final de cada ano (₩ 1.259,70 = US\$ 1, em 31/12/2000; ₩ 1.326,10 = US\$ 1, em 31/12/2001; ₩ 1.200,40 = US\$ 1, em 31/12/2002; ₩ 1.197,80 = US\$ 1, em 31/12/2003; ₩ 1.043,80 = US\$ 1, em 31/12/2004; ₩ 1.013,00 = US\$ 1, em 31/12/2005; ₩ 929,60 = US\$ 1, em 31/12/2006; ₩ 938,20 = US\$ 1, em 31/12/2007; ₩ 1.257,50 = US\$ 1, em 31/12/2008; ₩ 1.167,60 = US\$ 1, em 31/12/2009).

** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

*** Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

**** Inclui "outros" no montante total.

7. Toyota*

Demonstrativo de Resultado	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	128.965	163.637	172.749	179.083	202.864	262.394	208.995
Custo dos produtos vendidos	-102.647	-131.238	-138.469	-144.249	-162.883	-214.795	-187.884
Lucro bruto	28.321	34.403	36.285	36.840	41.988	49.607	23.120
Despesas operacionais	-15.739	-16.627	-18.709	-18.844	-21.017	-24.938	-25.804
Lucro operacional	10.579	15.772	15.571	15.990	18.964	22.661	-4.693
Receitas (despesas) financeiras	-253	-196	-177	-184	-418	-460	-477
Lucro antes do IR	10.205	16.707	16.339	17.769	20.182	24.326	-5.705
Provisão para IR	4.301	6.446	6.126	6.769	7.609	9.098	-575
Lucro líquido	6.247	10.995	10.907	11.681	13.927	17.146	-4.448
Lucro por ação (em US\$)	1,76	3,24	3,31	3,59	4,34	5,40	-1,42

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	71.732	83.721	87.905	91.387	99.823	120.633	115.025
Disponibilidades	13.245	16.367	13.816	13.360	16.098	16.255	24.883
Títulos de curto prazo	5.037	4.243	5.058	5.405	3.689	5.412	5.043
Recebíveis comerciais	12.278	14.492	15.051	16.861	17.144	20.364	14.179
Recebíveis financeiros	20.841	24.817	28.030	29.772	34.192	42.930	39.615
Estoques	8.534	10.250	12.168	13.799	15.281	18.222	14.857
Outros	11.797	13.552	13.782	12.190	13.419	17.450	16.448
Ativo realizável a longo prazo e permanente	95.930	124.816	138.699	153.200	176.118	203.335	180.832
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-
Plantas e equipamentos	43.294	50.664	53.968	60.157	68.281	77.972	75.350
Ativos financeiros de longo prazo	13.745	21.213	25.181	28.965	32.443	34.227	21.408
Recebíveis de longo prazo	21.379	30.551	37.033	41.119	48.240	59.634	57.575
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	10.646	12.964	14.621	15.565	17.435	20.946	18.593
Outros	6.866	9.424	7.896	7.394	9.719	10.556	7.906
Ativo total	167.662	208.537	226.604	244.587	275.941	323.968	295.857

Passivo**	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	58.685	71.889	76.611	85.373	99.680	119.181	107.801
Empréstimos de curto prazo	6.447	7.631	7.354	8.395	8.944	12.244	11.352
Notas e títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-
<i>Commercial paper</i>	8.991	13.081	14.825	17.425	20.682	23.216	25.477
Contas a pagar	8.848	10.723	12.006	12.465	14.133	16.039	15.684
Dívida com fornecedores	12.741	16.173	17.290	17.763	18.735	22.086	13.229
Outros***	21.658	24.281	25.136	29.325	37.186	45.596	42.059
Passivo exigível a longo prazo	47.109	55.042	61.066	64.296	70.676	79.763	80.139
Empréstimos de longo prazo	5.628	6.614	8.553	8.723	8.674	10.298	15.755
Notas e títulos de longo prazo	28.794	33.572	38.145	39.293	44.385	49.408	48.395
Aposentadorias e pensões	8.758	6.865	6.025	5.788	5.427	6.311	6.461
Outros	3.929	7.991	8.343	10.492	12.190	13.746	9.528
Patrimônio Líquido	61.868	81.606	88.927	94.918	105.585	125.024	107.917
Capital social	3.303	3.757	3.697	3.380	3.363	3.963	4.042
Reservas de capital	4.108	4.685	4.616	4.216	4.215	4.966	5.102
Lucros retidos	60.747	78.780	86.900	89.042	99.659	123.850	117.394
Outros	-6.290	-5.616	-6.286	-1.720	-1.652	-7.755	-18.621
Passivo total + PL	167.662	208.537	226.604	244.587	275.941	323.968	295.857
Fluxos de Caixa	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	17.347	21.601	22.078	21.414	27.431	29.760	15.035
Despesas com depreciação e amortização	7.243	9.177	9.291	10.311	11.712	14.883	15.221
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-17.857	-21.883	-28.505	-28.735	-32.312	-38.675	-12.524
Investimentos em capital fixo	-8.369	-8.949	-9.948	-12.969	-12.078	-14.778	-13.892
Fundos originados ou utilizados por financiamento****	313	2.292	3.905	7.465	7.469	7.048	7.114
Varição nos empréstimos de curto prazo	252	3.348	1.306	4.340	2.994	4.081	4.138
Aumento de dívida de longo prazo	14.031	15.485	17.354	16.420	24.481	33.434	35.702
Pagamento de dívida de longo prazo	-9.300	-11.856	-10.757	-10.109	-14.628	-23.056	-27.528
Pagamento de dividendos	-922	-1.303	-1.539	-2.082	-2.873	-4.300	-4.479
Venda (ou compra) de ações	-3.782	-3.382	-2.459	-1.104	-2.505	-3.111	-719
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-542	1.304	-2.291	729	2.804	-2.713	8.304

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação divulgados pela *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC).

* Dados disponíveis apenas a partir de 2003, relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano. Valores em US\$ milhões, conforme mostrados nos relatórios financeiros após serem convertidos pela taxa de câmbio iene/dólar vigente no final de cada ano (¥ 120,20 = US\$ 1, em 31/03/2003; ¥ 105,69 = US\$ 1, em 31/03/2004; ¥ 107,39 = US\$ 1, em 31/03/2005; ¥ 117,47 = US\$ 1, em 31/03/2006; ¥ 118,05 = US\$ 1, em 31/03/2007; ¥ 100,19 = US\$ 1, em 31/03/2008; ¥ 98,23 = US\$ 1, em 31/03/2009).

** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

*** Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

**** Inclui "outros" no montante total.

8. Volkswagen*

Demonstrativo de Resultado	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas	89.365	100.351	82.910	69.005	65.313	80.756	79.632	73.974	81.776	73.016
Custo dos produtos vendidos	-76.467	-85.669	-70.743	-61.563	-57.588	-69.841	-69.112	-62.905	-69.420	-63.590
Lucro bruto**	14.201	16.187	13.348	8.440	7.726	10.915	10.520	11.069	12.356	9.426
Despesas operacionais	-9.762	-11.003	-9.264	-8.013	-7.700	-9.569	-8.726	-7.966	-9.552	-9.216
Lucro operacional	4.326	6.148	4.540	1.409	1.189	2.367	1.525	4.178	4.551	1.288
Receitas (despesas) financeiras	-328	-1.150	-739	-199	-382	-907	-164	266	198	-413
Lucro antes do IR	3.998	4.997	3.801	1.211	807	1.460	1.361	4.445	4.748	875
Provisão para IR	1.188	1.681	1.324	325	281	510	123	1.645	1.380	242
Lucro líquido	2.803	3.304	2.464	867	497	949	2.087	2.799	3.415	666
Lucro por ação (em US\$)	6,83	8,68	6,41	2,25	1,28	2,46	5,37	7,09	8,57	1,65

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	62.874	73.456	62.828	58.756	40.666	49.035	46.491	46.543	54.727	53.989
Disponibilidades	2.318	4.857	2.848	5.967	7.504	6.750	7.112	6.869	6.808	14.257
Títulos de curto prazo	4.178	4.092	3.044	2.492	2.153	3.405	3.866	4.494	2.709	2.312
Recebíveis comerciais	5.438	5.827	5.480	4.352	3.933	4.779	3.834	3.866	4.289	3.951
Recebíveis financeiros	34.996	40.901	35.770	31.168	15.497	18.998	17.787	16.924	19.426	19.022
Estoques	10.035	11.272	10.181	9.240	8.399	10.717	9.463	9.531	12.802	9.804
Outros	5.909	6.508	5.505	5.537	3.180	4.385	4.429	4.859	8.694	4.643
Ativo realizável a longo prazo e permanente	36.637	44.899	41.011	35.572	52.552	63.775	57.232	52.198	65.931	69.000
Ativos intangíveis	5.757	7.476	7.377	6.494	5.499	6.500	5.462	4.640	8.832	8.959
Plantas e equipamentos	21.206	24.634	21.781	18.885	17.469	19.398	15.444	13.136	16.613	16.968
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	1.687	1.924	1.517	1.641	2.434	2.601
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	16.711	21.156	20.084	18.696	22.889	23.028
Equipamentos sob <i>leasing</i>	5.142	8.256	8.053	7.051	6.229	8.377	5.988	5.556	7.106	7.141
Participação em coligadas	3.320	3.851	3.239	2.660	3.099	3.559	5.221	5.295	4.579	7.209
Outros	1.213	681	561	481	1.858	2.861	3.516	3.234	3.478	3.094
Ativo total	99.511	118.354	103.839	94.328	93.218	112.809	103.723	98.741	120.657	122.989

Passivo***	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	52.202	59.754	46.534	41.531	35.731	45.189	40.611	38.087	46.563	48.267
Empréstimos de curto prazo	14.476	15.256	11.562	9.543	10.025	13.249	10.917	10.060	14.173	15.416
Notas e títulos de curto prazo	2.840	1.315	3.307	3.749	6.403	6.593	5.689	4.716	5.120	7.509
<i>Commercial paper</i>	10.850	17.482	10.031	9.607	4.778	6.429	6.191	4.703	6.664	5.262
Contas a pagar	6.127	6.983	5.843	5.002	4.627	5.260	4.809	4.812	6.140	5.718
Dívida com fornecedores	7.993	7.996	6.900	6.193	5.458	7.185	6.219	6.181	6.953	7.098
Outros	9.915	10.723	8.890	7.436	4.439	6.473	6.787	7.614	7.515	7.265
Passivo exigível a longo prazo	24.282	31.344	33.761	33.371	39.899	47.576	42.642	38.959	47.229	48.739
Empréstimos de longo prazo	5.280	4.387	3.385	3.273	4.208	5.209	4.743	4.110	6.257	7.877
Notas e títulos de longo prazo	3.733	10.063	15.198	17.262	19.430	21.081	17.074	15.804	17.640	17.802
Aposentadorias e pensões	10.275	10.926	9.498	8.026	8.024	11.870	10.519	8.561	9.309	9.674
Outros	4.995	5.967	5.679	4.810	8.236	9.416	10.304	10.484	14.024	13.387
Patrimônio Líquido	23.027	27.256	23.544	19.425	17.588	20.045	20.470	21.696	26.865	25.982
Capital social	1.151	1.232	1.038	862	800	927	762	689	736	712
Reservas de capital	4.618	5.004	4.244	3.524	3.268	3.826	3.752	3.493	3.845	3.718
Lucros retidos	17.205	20.960	18.207	14.956	13.453	15.253	15.913	17.470	20.576	20.061
Outros	53	60	54	82	68	40	42	43	1.708	1.492
Passivo total + PL	99.511	118.354	103.839	94.328	93.218	112.809	103.723	98.741	120.657	122.989
Fluxos de Caixa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fundos originados ou utilizados por atividades operacionais	9.901	11.377	9.974	6.902	8.438	9.163	10.987	10.639	7.760	8.844
Despesas com depreciação e amortização	4.356	5.291	4.671	4.226	4.147	4.759	4.504	3.692	3.730	3.490
Fundos originados ou utilizados por atividades de investimento	-15.656	-17.217	-15.272	-12.518	-11.070	-9.567	-9.793	-10.352	-13.854	-6.716
Investimentos em capital fixo	-6.590	-7.500	-6.510	-5.326	-4.075	-3.759	-2.831	-3.151	-4.946	-4.139
Fundos originados ou utilizados por financiamento****	5.108	7.915	4.408	9.044	4.381	-1.521	-87	121	5.837	3.843
Variação nos empréstimos de curto prazo	7.906	7.478	-2.447	802	-1.301	2.199	367	-351	7.046	975
Aumento de dívida de longo prazo	3.074	4.895	8.854	11.758	10.071	4.878	6.040	6.464	5.512	10.824
Pagamento de dívida de longo prazo	-1.573	-3.663	-1.524	-3.065	-4.043	-8.311	-6.379	-5.763	-6.086	-7.082
Pagamento de dividendos	-358	-527	-485	-427	-336	-351	-342	-338	-519	-607
Venda (ou compra) de ações	-1.512	-238	31	-2	5	67	258	143	-103	-269
Aumento (ou redução) líquido nas disponibilidades	-925	2.413	-1.238	3.602	1.971	-1.914	1.066	372	-338	6.103

Fonte: relatórios financeiros anuais da corporação.

* Valores em US\$ milhões, convertidos de euro para dólar conforme taxa de câmbio apresentada no relatório anual da corporação. Em 31/12/2000, € 1 = US\$ 0,9302. Em 31/12/2001, € 1 = US\$ 0,8823. Em 31/12/2002, € 1 = US\$ 1,0487. Em 31/12/2003, € 1 = US\$ 1,2630. Em 31/12/2004, € 1 = US\$ 1,3621. Em 31/12/2005, € 1 = US\$ 1,1797. Em 31/12/2006, € 1 = US\$ 1,3170. Em 31/12/2007, € 1 = US\$ 1,4721. Em 31/12/2008, € 1 = US\$ 1,3917. Em 31/12/2009, € 1 = US\$ 1,4406.

** Inclui lucro bruto proveniente do segmento de serviços financeiros, cujos resultados de receitas e custos foram incorporados nos valores precedentes apenas a partir de 2004, quando ocorreu uma mudança na metodologia de apresentação dos dados do grupo.

*** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

**** Inclui "outros" no montante total.

Anexo B – Balanço patrimonial das corporações (%)

(dados do consolidado – inclui segmento automotivo e de serviços financeiros)

1. Daimler

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	50,1	49,8	55,5	58,2	57,5	54,2	53,6	46,1	41,9	42,1
Disponibilidades	3,6	5,5	4,9	6,2	4,3	3,8	3,8	11,6	5,2	7,6
Títulos de curto prazo	2,7	1,5	1,8	1,8	2,1	2,4	3,1	4,9	3,6	5,8
Recebíveis comerciais	4,0	3,1	3,4	3,4	3,8	3,8	3,9	4,7	5,3	4,1
Recebíveis financeiros	24,4	23,9	27,8	29,5	31,1	30,3	27,5	12,1	13,1	12,6
Estoques	8,2	8,1	8,4	8,4	9,2	9,5	9,3	10,4	12,7	10,0
Outros	7,2	7,8	9,4	8,9	7,1	4,3	6,0	3,1	1,9	2,1
Ativo realizável a longo prazo e permanente	49,9	50,2	44,5	41,8	42,5	45,8	46,4	53,9	58,1	57,9
Ativos intangíveis	1,6	1,4	2,6	2,6	2,6	2,5	1,3	3,9	4,6	5,2
Plantas e equipamentos	20,1	19,8	19,4	18,5	18,6	18,2	17,9	10,8	12,2	12,4
Ativos financeiros de longo prazo	6,1	6,0	5,0	4,9	3,9	3,2	3,2	23,3	25,1	24,1
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	16,9	17,4	15,1	13,7	14,6	17,0	19,4	14,5	14,1	14,4
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros*	5,2	5,6	2,4	2,1	2,8	5,0	4,6	1,4	2,1	1,7
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo**	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	41,3	40,0	39,5	37,7	41,8	42,4	40,3	36,2	39,5	36,9
Empréstimos de curto prazo	3,2	3,5	3,0	3,5	5,6	4,9	5,6	5,4	6,1	4,7
Notas e títulos de curto prazo	4,1	8,5	6,9	5,6	6,1	6,2	5,4	8,1	8,4	6,2
<i>Commercial paper</i>	10,0	3,6	5,1	4,0	3,7	4,5	4,1	0,1	1,8	0,1
Contas a pagar	9,2	9,6	10,2	10,2	11,1	10,9	9,5	5,4	5,2	4,9
Dívida com fornecedores	7,7	6,8	6,6	6,5	7,1	7,2	7,2	5,1	4,9	4,4
Outros	7,2	8,0	7,7	7,9	8,2	8,6	8,4	12,1	13,1	16,6
Passivo exigível a longo prazo	37,2	41,0	41,6	42,7	39,3	39,2	41,3	35,5	35,8	38,4
Empréstimos de longo prazo	3,4	4,0	4,5	4,4	3,7	3,8	3,2	3,9	5,0	5,4
Notas e títulos de longo prazo	20,5	23,0	20,8	21,2	18,6	17,3	18,6	19,3	17,3	17,2
Aposentadorias e pensões	5,1	5,6	7,8	6,9	6,9	6,4	9,7	2,9	3,1	3,2
Outros	8,2	8,5	8,5	10,2	10,1	11,8	9,8	9,4	10,3	12,7
Patrimônio Líquido	21,5	19,0	18,9	19,6	18,9	18,4	18,3	28,3	24,7	24,7
Capital social	1,3	1,3	1,4	1,5	1,4	1,3	1,4	2,0	2,1	2,4
Reservas de capital	3,7	3,5	4,1	4,4	4,4	4,1	4,5	7,6	7,7	9,2
Lucros retidos	14,8	12,7	16,1	16,3	16,4	15,7	17,6	16,8	14,6	12,5
Outros	1,8	1,5	-2,8	-2,6	-3,4	-2,7	-5,2	1,9	0,3	0,6
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: cálculo baseado nos dados do Anexo A. A partir de 2007, dados apenas do Daimler Group (com *Daimler Financial Services*). Anteriormente, dados referentes à DaimlerChrysler.

* Inclui provisão para impostos, despesas antecipadas etc.

** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

2. Fiat

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	57,1	59,6	62,1	68,2	66,6	63,7	63,3	62,9	59,8	62,1
Disponibilidades	2,1	2,1	3,8	5,1	5,5	10,3	13,3	11,0	6,0	18,2
Títulos de curto prazo	6,3	8,4	8,2	6,2	3,9	1,7	1,1	1,7	1,6	1,3
Recebíveis comerciais	6,8	5,7	5,7	6,0	6,9	8,0	8,5	7,3	7,1	5,4
Recebíveis financeiros	20,7	21,1	19,9	17,1	12,5	25,6	20,1	20,4	21,3	18,9
Estoques	15,0	15,4	16,5	24,5	27,3	12,6	14,5	16,6	18,4	13,0
Outros	6,2	6,9	7,9	9,2	10,5	5,6	5,9	5,9	5,5	5,3
Ativo realizável a longo prazo e permanente	42,9	40,4	37,9	31,8	33,4	36,3	36,7	37,1	40,2	37,9
Ativos intangíveis	6,7	6,5	5,6	5,9	5,8	9,5	11,0	10,8	11,4	10,7
Plantas e equipamentos	17,4	13,8	13,1	15,4	16,7	17,6	18,1	18,7	20,4	19,3
Ativos financeiros de longo prazo	17,4	18,8	17,9	9,2	9,7	3,7	3,9	3,7	3,5	3,2
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	2,0	0,4	0,7	0,8	0,7
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros*	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	3,4	3,2	3,2	4,1	4,1
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo**	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	41,4	39,5	34,4	42,6	49,6	51,1	44,4	47,0	48,0	42,7
Empréstimos de curto prazo	8,8	7,6	4,8	4,3	12,1	4,6	2,7	2,6	5,3	5,3
Notas e títulos de curto prazo	7,3	5,4	3,1	4,8	3,6	4,4	1,4	1,0	1,4	2,5
<i>Commercial paper</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	3,6	3,9	3,9	4,6	4,5	3,5	4,1	4,2	3,7	2,8
Dívida com fornecedores	11,6	12,0	13,0	18,7	19,1	18,9	21,6	24,5	21,5	18,3
Outros	10,2	10,5	9,6	10,2	10,3	19,8	14,5	14,8	16,2	13,8
Passivo exigível a longo prazo	42,8	47,0	56,2	45,4	40,3	33,8	38,4	34,2	34,0	40,8
Empréstimos de longo prazo	5,4	5,9	9,2	10,7	3,2	4,3	3,0	1,9	5,0	7,2
Notas e títulos de longo prazo	9,7	11,8	12,8	13,7	12,2	7,8	11,6	11,1	10,1	15,0
Aposentadorias e pensões	3,7	3,2	3,3	4,5	4,8	6,3	6,5	6,0	5,4	5,1
Outros	23,9	26,1	30,9	16,6	20,2	15,4	17,3	15,3	13,4	13,4
Patrimônio Líquido	15,9	13,5	9,4	12,0	10,1	15,1	17,2	18,8	18,0	16,5
Capital social	2,9	2,7	3,3	7,8	8,6	-	-	-	-	-
Reservas de capital	1,7	1,6	2,5	0,4	-	-	-	-	-	-
Lucros retidos	7,9	7,2	5,7	4,5	2,3	-	-	-	-	-
Outros	3,4	1,9	-2,2	-0,8	-0,8	-	-	-	-	-
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: cálculo baseado nos dados do Anexo A. *Nota:* desde 2005, quando houve mudança na metodologia de apresentação dos resultados do grupo, foram somados ao total do ativo circulante os ativos para venda. Não consta também a abertura do patrimônio líquido, de acordo com as rubricas padronizadas para todas as empresas, nem o detalhamento de algumas categorias para anos anteriores.

* Inclui provisão para impostos, despesas antecipadas etc.

** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

3. Ford

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	59,0	59,7	58,6	59,9	60,0	64,8	67,4	65,3	69,1	70,0
Disponibilidades	1,7	2,6	4,2	7,1	8,0	11,7	10,4	12,6	10,1	11,0
Títulos de curto prazo	4,9	4,2	6,3	5,8	3,6	4,1	9,6	5,6	8,0	11,0
Recebíveis comerciais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis financeiros	45,7	41,3	33,5	36,4	37,8	39,3	38,4	39,1	42,8	39,5
Estoques	2,6	2,2	2,4	3,0	3,7	3,8	4,2	3,6	3,9	2,8
Outros	4,1	9,4	12,1	7,6	6,8	5,9	4,9	4,4	4,2	5,7
Ativo realizável a longo prazo e permanente	41,0	40,3	41,4	40,1	40,0	35,2	32,6	34,7	30,9	30,0
Ativos intangíveis	-	-	2,3	2,4	2,5	2,2	2,5	0,7	0,7	0,1
Plantas e equipamentos	13,2	12,0	13,1	14,3	15,2	15,1	13,8	13,0	13,1	12,7
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	16,4	17,1	13,8	10,5	10,9	10,1	10,7	11,9	11,8	8,9
Participação em coligadas	1,0	0,9	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8
Outros*	10,4	10,3	11,0	12,0	10,5	6,9	4,6	8,1	4,6	7,6
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo**	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	44,0	37,8	33,8	39,1	44,0	35,7	34,0	31,3	35,3	29,9
Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Notas e títulos de curto prazo	7,8	10,8	11,2	14,0	14,7	3,9	3,9	5,1	4,7	5,8
<i>Commercial paper</i>	15,7	6,0	3,3	5,7	8,0	8,5	6,1	5,0	5,3	3,3
Contas a pagar	10,1	9,8	8,7	9,7	10,7	11,4	11,0	10,6	15,7	10,1
Dívida com fornecedores	5,3	5,7	5,0	5,0	5,5	6,1	6,1	5,6	4,9	5,8
Outros	5,2	5,5	5,5	4,7	5,2	5,7	7,0	5,0	4,7	4,9
Passivo exigível a longo prazo	49,2	59,1	62,3	56,9	50,2	59,1	66,8	66,1	72,1	73,5
Empréstimos de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Notas e títulos de longo prazo	34,8	43,3	41,3	39,1	36,1	44,9	51,8	50,2	60,9	59,2
Aposentadorias e pensões	5,0	5,6	5,6	5,6	5,2	6,6	9,1	10,9	7,7	8,8
Outros	9,4	10,3	15,4	12,2	8,9	7,6	5,8	5,0	3,5	5,4
Patrimônio Líquido	6,8	3,1	3,9	4,0	5,8	5,2	-0,8	2,5	-7,4	-3,3
Capital social	2,2	2,2	1,9	1,8	1,8	1,8	1,6	2,8	4,2	8,6
Reservas de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucros retidos	6,3	3,8	3,0	2,8	3,8	4,6	0,0	-0,5	-7,4	-7,0
Outros	-1,7	-2,9	-1,0	-0,5	0,1	-1,2	-2,5	0,2	-4,2	-5,0
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: cálculo baseado nos dados do Anexo A. *Nota:* até 2001, não se apresentavam dados consolidados do grupo. Este foi calculado pela soma dos dados do setor automotivo e de serviços financeiros. Nos anos seguintes, sempre quando possível, utilizaram-se os dados consolidados. No entanto, como algumas contas importantes na análise não eram detalhadas para o consolidado, recorreu-se ao procedimento anterior. Nesses casos, como não necessariamente o total dos dois segmentos correspondia ao consolidado, haja vista ajustes para evitar dupla contagem e/ou outros problemas, realizaram-se acertos, sobretudo por meio da categoria “outros” do balanço, a fim de manter as identidades contábeis.

* Inclui ativos para venda, despesas antecipadas etc.

** Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras. Aliás, a categoria “notas e títulos” inclui também os empréstimos bancários (de curto e longo prazo), uma vez que essas rubricas não são discriminadas pela corporação.

4. General Motors

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Ativo circulante	48,3	49,1	55,7	63,2	65,9	66,1	36,0	42,5	47,2	43,5		43,5
Disponibilidades	3,4	5,7	5,8	7,3	7,5	6,5	13,0	16,7	15,4	16,6		16,6
Títulos de curto prazo	3,5	3,5	4,5	5,0	4,5	4,1	0,2	1,6	0,2	0,1		0,1
Recebíveis comerciais	1,9	1,7	1,6	1,2	1,4	1,6	4,4	6,5	8,5	5,5		5,5
Recebíveis financeiros	30,5	30,8	36,3	38,6	41,6	38,0	-	-	-	-		-
Estoques	3,6	3,1	2,7	2,4	2,6	3,0	7,5	10,0	14,3	7,4		7,4
Outros	5,3	4,3	4,8	8,7	8,3	12,9	10,9	7,8	8,9	13,8		13,8
Ativo realizável a longo prazo e permanente	51,7	50,9	44,3	36,8	34,1	33,9	64,0	57,5	52,8	56,5		56,5
Ativos intangíveis	2,5	4,2	3,9	1,1	1,0	0,9	0,6	0,7	0,3	33,2		33,2
Plantas e equipamentos	11,2	10,8	10,2	8,5	8,1	8,4	22,5	28,9	43,6	13,7		13,7
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Equipamentos sob <i>leasing</i>	12,1	10,7	9,4	7,7	7,1	8,0	6,3	4,5	2,4	0,0		0,0
Participação em coligadas	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	0,7	1,1	1,3	1,8	5,8		5,8
Outros	24,7	23,6	19,4	18,2	16,4	15,9	33,5	22,1	4,6	3,8		3,8
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		100,0
Passivo*	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009 (P)	2009 (S)
Passivo circulante	46,2	38,1	36,7	33,8	35,0	35,1	37,1	47,3	82,5	38,5		38,5
Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Notas e títulos de curto prazo	11,5	13,9	14,6	15,0	17,7	17,4	3,1	4,1	18,6	7,5		7,5
<i>Commercial paper</i>	14,6	5,2	3,6	2,9	1,8	0,1	-	-	-	-		-
Contas a pagar	13,4	13,0	13,0	11,0	10,6	9,7	19,6	23,4	39,5	16,4		16,4
Dívida com fornecedores	6,0	5,6	5,4	4,8	5,1	5,5	14,5	19,8	24,4	13,7		13,7
Outros	0,7	0,5	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,9		0,9
Passivo exigível a longo prazo	43,6	55,6	61,2	60,5	59,1	61,6	65,2	76,6	111,2	40,3		40,3
Empréstimos de longo prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Notas e títulos de longo prazo	21,7	32,3	36,2	42,6	43,2	42,5	22,8	25,7	32,5	4,1		4,1
Aposentadorias e pensões	12,5	14,0	15,4	9,0	6,8	8,4	33,3	39,5	59,4	26,3		26,3
Outros	9,5	9,3	9,7	8,9	9,1	10,7	9,1	11,4	19,3	9,9		9,9
Patrimônio Líquido	10,2	6,3	2,1	5,7	5,9	3,3	-2,3	-23,8	-93,7	21,2		21,2
Capital social	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,5	0,6	1,1	5,1		5,1
Reservas de capital	6,9	6,6	5,8	3,4	3,2	3,2	8,2	10,3	17,3	17,6		17,6
Lucros retidos	3,3	2,9	2,7	2,8	3,0	0,5	0,2	-26,5	-35,5	-3,2		-3,2
Outros	-0,4	-3,6	-6,7	-0,7	-0,5	-0,6	-11,2	-8,3	-76,7	1,7		1,7
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		100,0

Fonte: cálculo baseado nos dados do Anexo A. *Notas:* (1) até 2001, não se apresentavam dados consolidados do grupo. Este foi calculado pela soma dos dados do setor automotivo e de serviços financeiros. Nos anos seguintes, sempre quando possível, utilizaram-se os dados consolidados que, na maioria das vezes, correspondiam aos dois segmentos juntos eliminadas contas entre eles. A partir de 2006, houve mudança na forma de apresentação dos resultados. (2) venda da GMAC em 30/11/2006, mantendo-se 49% do controle acionário. (3) reestruturação da corporação em 2009. Dados apresentados nas demonstrações financeiras separados entre a companhia predecessora, P (até 09/07/2009), e sucessora, S (de 10/07/2009 em diante). Para o balanço de 2009, constam apenas dados referentes à empresa sucessora. Dados da predecessora cessam em 2008 (por isso, manteve-se a coluna de 2009, nesse caso, em branco).

* Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras. Aliás, a categoria “notas e títulos” inclui também os empréstimos bancários (de curto e longo prazo), uma vez que essas rubricas não são discriminadas pela corporação.

5. Honda

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	42,9	43,9	43,0	43,8	43,6	41,5	39,1
Disponibilidades	7,1	8,7	8,3	7,1	7,9	8,3	5,8
Títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-
Recebíveis comerciais	5,8	4,5	8,5	9,1	8,8	8,1	7,2
Recebíveis financeiros	14,3	15,2	11,0	11,6	11,8	10,6	9,9
Estoques	9,8	9,2	9,3	9,8	9,8	9,5	10,5
Outros	5,9	6,3	6,0	6,1	5,3	4,9	5,6
Ativo realizável a longo prazo e permanente	57,1	56,1	57,0	56,2	56,4	58,5	60,9
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-
Plantas e equipamentos	18,2	17,2	17,0	17,2	17,3	17,4	18,2
Ativos financeiros de longo prazo	1,8	2,9	2,8	2,7	2,1	1,8	1,1
Recebíveis de longo prazo	29,0	28,5	28,2	28,2	25,3	21,5	20,3
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	3,6	3,6	3,8	3,9	4,1	4,4	4,3
Outros	4,6	3,9	5,2	4,3	4,9	6,2	6,1
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo*	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	40,6	40,0	40,2	37,7	35,6	37,1	35,9
Empréstimos de curto prazo	2,9	3,1	3,0	3,0	2,6	3,3	5,4
Notas e títulos de curto prazo	4,2	1,0	0,9	1,4	1,5	3,5	2,0
<i>Commercial paper</i>	4,3	4,7	4,3	2,1	6,4	6,6	7,1
Contas a pagar	10,1	9,8	9,8	8,8	6,7	5,8	4,8
Dívida com fornecedores	10,8	10,9	10,9	10,7	9,7	8,4	6,0
Outros**	8,3	10,5	11,3	11,7	8,7	9,6	10,7
Passivo exigível a longo prazo	25,1	25,4	24,5	23,2	26,1	25,8	29,2
Empréstimos de longo prazo	1,1	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4	4,8
Notas e títulos de longo prazo	13,8	15,6	15,7	16,7	14,6	13,1	11,5
Aposentadorias e pensões	7,2	5,0	4,1	1,6	4,4	4,7	5,2
Outros	3,0	3,7	3,6	3,8	5,9	6,5	7,7
Patrimônio Líquido	34,2	34,5	35,3	39,0	38,3	37,1	34,9
Capital social	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
Reservas de capital	2,6	2,5	2,2	2,0	1,7	1,7	1,8
Lucros retidos	41,2	43,1	40,9	40,4	38,7	40,4	43,1
Outros	-10,7	-12,1	-8,7	-4,1	-2,9	-5,6	-10,8
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: cálculo baseado nos dados do Anexo A. Dados disponíveis apenas a partir de 2003, relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano.

* Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

** Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

6. Hyundai

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	22,6	30,2	32,8	35,6	36,9	37,8	34,8	33,6	37,6	36,0
Disponibilidades	1,4	5,8	6,0	8,8	5,5	6,7	5,3	5,2	6,0	8,5
Títulos de curto prazo	1,0	2,2	1,5	0,7	0,8	1,3	0,7	0,2	1,0	0,2
Recebíveis comerciais	6,3	4,6	4,8	5,0	4,7	6,6	7,6	7,7	7,4	7,1
Recebíveis financeiros	4,2	4,1	7,8	7,5	9,5	6,7	4,4	4,0	3,3	5,5
Estoques	5,7	9,5	8,3	10,1	11,9	12,1	14,0	13,4	16,3	11,4
Outros	4,0	4,0	4,3	3,5	4,5	4,5	2,7	3,1	3,5	3,2
Ativo realizável a longo prazo e permanente	77,4	69,8	67,2	64,4	63,1	62,2	65,2	66,4	62,4	64,0
Ativos intangíveis	8,4	5,4	3,6	3,4	3,1	3,5	3,7	3,6	3,3	3,6
Plantas e equipamentos	47,0	42,4	36,3	32,9	33,9	32,6	33,2	30,6	28,0	28,2
Ativos financeiros de longo prazo	15,4	-	-	7,6	6,9	6,0	5,1	4,2	3,7	4,5
Recebíveis de longo prazo	-	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	4,4	4,5	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	6,6	17,4	22,6	20,1	19,0	20,0	23,2	28,0	27,4	27,6
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo*	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	37,3	44,8	45,2	46,7	45,8	45,6	43,8	44,1	46,6	42,3
Empréstimos de curto prazo	2,9	16,9	16,3	17,4	18,1	17,0	16,5	19,6	21,0	12,7
Notas e títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Commercial paper</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	1,1	3,4	2,6	3,8	3,6	4,4	4,1	3,7	3,5	4,0
Dívida com fornecedores	15,4	9,5	10,2	7,8	10,9	9,6	14,2	12,1	12,6	13,0
Outros**	17,9	15,1	16,0	17,6	13,1	14,6	8,9	8,7	9,6	12,6
Passivo exigível a longo prazo	20,3	26,4	25,7	23,4	24,9	24,6	26,6	27,6	28,8	29,4
Empréstimos de longo prazo	4,5	7,7	3,9	2,8	2,8	3,2	5,8	6,8	9,4	11,0
Notas e títulos de longo prazo	9,7	13,0	13,4	9,0	10,3	12,9	12,3	13,3	12,1	11,8
Aposentadorias e pensões	3,0	1,9	2,1	1,9	1,7	1,6	1,6	1,2	1,1	0,9
Outros	3,1	3,8	6,3	9,6	10,0	6,9	6,9	6,3	6,2	5,8
Patrimônio Líquido	42,4	28,8	29,1	30,0	29,3	29,8	29,7	28,3	24,6	28,3
Capital social	8,2	3,7	3,2	2,7	2,5	2,3	2,1	1,8	1,4	1,5
Reservas de capital	29,8	13,3	11,5	9,8	8,8	8,5	8,0	6,9	5,7	5,7
Lucros retidos	8,5	5,7	8,0	9,5	11,2	13,4	13,9	13,4	11,5	14,3
Outros	-4,2	6,1	6,5	7,9	6,8	5,7	5,6	6,2	6,0	6,9
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: cálculo baseado nos dados do Anexo A.

* Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

** Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

7. Toyota

Ativo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	42,8	40,1	38,8	37,4	36,2	37,2	38,9
Disponibilidades	7,9	7,8	6,1	5,5	5,8	5,0	8,4
Títulos de curto prazo	3,0	2,0	2,2	2,2	1,3	1,7	1,7
Recebíveis comerciais	7,3	6,9	6,6	6,9	6,2	6,3	4,8
Recebíveis financeiros	12,4	11,9	12,4	12,2	12,4	13,3	13,4
Estoques	5,1	4,9	5,4	5,6	5,5	5,6	5,0
Outros	7,0	6,5	6,1	5,0	4,9	5,4	5,6
Ativo realizável a longo prazo e permanente	57,2	59,9	61,2	62,6	63,8	62,8	61,1
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-
Plantas e equipamentos	25,8	24,3	23,8	24,6	24,7	24,1	25,5
Ativos financeiros de longo prazo	8,2	10,2	11,1	11,8	11,8	10,6	7,2
Recebíveis de longo prazo	12,8	14,7	16,3	16,8	17,5	18,4	19,5
Equipamentos sob <i>leasing</i>	-	-	-	-	-	-	-
Participação em coligadas	6,3	6,2	6,5	6,4	6,3	6,5	6,3
Outros	4,1	4,5	3,5	3,0	3,5	3,3	2,7
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo*	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	35,0	34,5	33,8	34,9	36,1	36,8	36,4
Empréstimos de curto prazo	3,8	3,7	3,2	3,4	3,2	3,8	3,8
Notas e títulos de curto prazo	-	-	-	-	-	-	-
<i>Commercial paper</i>	5,4	6,3	6,5	7,1	7,5	7,2	8,6
Contas a pagar	5,3	5,1	5,3	5,1	5,1	5,0	5,3
Dívida com fornecedores	7,6	7,8	7,6	7,3	6,8	6,8	4,5
Outros**	12,9	11,6	11,1	12,0	13,5	14,1	14,2
Passivo exigível a longo prazo	28,1	26,4	26,9	26,3	25,6	24,6	27,1
Empréstimos de longo prazo	3,4	3,2	3,8	3,6	3,1	3,2	5,3
Notas e títulos de longo prazo	17,2	16,1	16,8	16,1	16,1	15,3	16,4
Aposentadorias e pensões	5,2	3,3	2,7	2,4	2,0	1,9	2,2
Outros	2,3	3,8	3,7	4,3	4,4	4,2	3,2
Patrimônio Líquido	36,9	39,1	39,2	38,8	38,3	38,6	36,5
Capital social	2,0	1,8	1,6	1,4	1,2	1,2	1,4
Reservas de capital	2,5	2,2	2,0	1,7	1,5	1,5	1,7
Lucros retidos	36,2	37,8	38,3	36,4	36,1	38,2	39,7
Outros	-3,8	-2,7	-2,8	-0,7	-0,6	-2,4	-6,3
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: cálculo baseado nos dados do Anexo A. Dados disponíveis apenas a partir de 2003, relativos ao ano fiscal findo em 31 de março do respectivo ano.

* Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.

** Inclui parcela da dívida de longo prazo devida no ano corrente.

8. Volkswagen

Ativo	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo circulante	63,2	62,1	60,5	62,3	43,6	43,5	44,8	47,1	45,4	43,9
Disponibilidades	2,3	4,1	2,7	6,3	8,0	6,0	6,9	7,0	5,6	11,6
Títulos de curto prazo	4,2	3,5	2,9	2,6	2,3	3,0	3,7	4,6	2,2	1,9
Recebíveis comerciais	5,5	4,9	5,3	4,6	4,2	4,2	3,7	3,9	3,6	3,2
Recebíveis financeiros	35,2	34,6	34,4	33,0	16,6	16,8	17,1	17,1	16,1	15,5
Estoques	10,1	9,5	9,8	9,8	9,0	9,5	9,1	9,7	10,6	8,0
Outros	5,9	5,5	5,3	5,9	3,4	3,9	4,3	4,9	7,2	3,8
Ativo realizável a longo prazo e permanente	36,8	37,9	39,5	37,7	56,4	56,5	55,2	52,9	54,6	56,1
Ativos intangíveis	5,8	6,3	7,1	6,9	5,9	5,8	5,3	4,7	7,3	7,3
Plantas e equipamentos	21,3	20,8	21,0	20,0	18,7	17,2	14,9	13,3	13,8	13,8
Ativos financeiros de longo prazo	-	-	-	-	1,8	1,7	1,5	1,7	2,0	2,1
Recebíveis de longo prazo	-	-	-	-	17,9	18,8	19,4	18,9	19,0	18,7
Equipamentos sob <i>leasing</i>	5,2	7,0	7,8	7,5	6,7	7,4	5,8	5,6	5,9	5,8
Participação em coligadas	3,3	3,3	3,1	2,8	3,3	3,2	5,0	5,4	3,8	5,9
Outros	1,2	0,6	0,5	0,5	2,0	2,5	3,4	3,3	2,9	2,5
Ativo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo*	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Passivo circulante	52,5	50,5	44,8	44,0	38,3	40,1	39,2	38,6	38,6	39,2
Empréstimos de curto prazo	14,5	12,9	11,1	10,1	10,8	11,7	10,5	10,2	11,7	12,5
Notas e títulos de curto prazo	2,9	1,1	3,2	4,0	6,9	5,8	5,5	4,8	4,2	6,1
<i>Commercial paper</i>	10,9	14,8	9,7	10,2	5,1	5,7	6,0	4,8	5,5	4,3
Contas a pagar	6,2	5,9	5,6	5,3	5,0	4,7	4,6	4,9	5,1	4,6
Dívida com fornecedores	8,0	6,8	6,6	6,6	5,9	6,4	6,0	6,3	5,8	5,8
Outros	10,0	9,1	8,6	7,9	4,8	5,7	6,5	7,7	6,2	5,9
Passivo exigível a longo prazo	24,4	26,5	32,5	35,4	42,8	42,2	41,1	39,5	39,1	39,6
Empréstimos de longo prazo	5,3	3,7	3,3	3,5	4,5	4,6	4,6	4,2	5,2	6,4
Notas e títulos de longo prazo	3,8	8,5	14,6	18,3	20,8	18,7	16,5	16,0	14,6	14,5
Aposentadorias e pensões	10,3	9,2	9,1	8,5	8,6	10,5	10,1	8,7	7,7	7,9
Outros	5,0	5,0	5,5	5,1	8,8	8,3	9,9	10,6	11,6	10,9
Patrimônio Líquido	23,1	23,0	22,7	20,6	18,9	17,8	19,7	22,0	22,3	21,1
Capital social	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Reservas de capital	4,6	4,2	4,1	3,7	3,5	3,4	3,6	3,5	3,2	3,0
Lucros retidos	17,3	17,7	17,5	15,9	14,4	13,5	15,3	17,7	17,1	16,3
Outros	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2
Passivo total + PL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: cálculo baseado nos dados do Anexo A.

* Contas do passivo com abertura distinta da apresentada no balanço do grupo e construídas a partir das notas explicativas das demonstrações financeiras.