



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

Marcelo Sartorio Loural

**Investimentos industriais no Brasil: uma análise setorial
do período 1999-2013**

Campinas

2016



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

MARCELO SARTORIO LOURAL

**Investimentos industriais no Brasil: uma análise setorial do período
1999-2013**

Prof. Dr. Célio Hiratuka – orientador

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas, área de concentração: Teoria Econômica.

ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL
DA TESE DEFENDIDA PELO ALUNO MARCELO
SARTORIO LOURAL E ORIENTADO PELO PROF. DR.
CÉLIO HIRATUKA.

Orientador

CAMPINAS
2016

Agência(s) de fomento e nº(s) de processo(s): CAPES

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

L933i Loral, Marcelo Sartorio, 1983-
 Investimentos industriais no Brasil : uma análise do período 1999-2013 /
 Marcelo Sartorio Loral. – Campinas, SP : [s.n.], 2016.

 Orientador: Célio Hiratuka.
 Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de
 Economia.

 1. Investimentos. 2. Indústria. I. Hiratuka, Célio, 1970-. II. Universidade
 Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Industrial investments in Brazil : an analysis from 1999 to 2013

Palavras-chave em inglês:

Investments

Industry

Área de concentração: Ciências Econômicas

Titulação: Doutor em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Célio Hiratuka [Orientador]

Jorge Nogueira de Paiva Britto

Antonio Carlos Diegues Junior

Miguel Juan Bacic

Marco Antonio Martins da Rocha

Data de defesa: 24-02-2016

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas



TESE DE DOUTORADO

MARCELO SARTORIO LOURAL

Investimentos industriais no Brasil: uma análise setorial do período
1999-2013

Defendida em 24/02/2016

COMISSÃO JULGADORA

A handwritten signature in blue ink, belonging to Prof. Dr. Célio Hiratuka, is positioned above his name and affiliation.

Prof. Dr. CÉLIO HIRATUKA
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, belonging to Prof. Dr. Jorge Nogueira de Paiva Britto, is positioned above his name and affiliation.

Prof. Dr. JORGE NOGUEIRA DE PAIVA BRITTO
UFF

A handwritten signature in blue ink, belonging to Prof. Dr. Antonio Carlos Diegues Junior, is positioned above his name and affiliation.

Prof. Dr. ANTONIO CARLOS DIEGUES JUNIOR
UFSCar

A handwritten signature in blue ink, belonging to Prof. Dr. Miguel Juan Bacic, is positioned above his name and affiliation.

Prof. Dr. MIGUEL JUAN BACIC
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, belonging to Prof. Dr. Marco Antonio Martins da Rocha, is positioned above his name and affiliation.

Prof. Dr. MARCO ANTONIO MARTINS DA ROCHA
Instituto de Economia / UNICAMP

Para Claudio e Salete

Para Leila

Para Helena, Marina, Júlio e Edgard

Agradecimentos

Uma tese de doutorado está longe de ser um trabalho puramente individual. Os resultados que nela aparecem decorrem das contribuições de diversas pessoas em diferentes maneiras. Dessa forma, agradeço às pessoas que contribuíram para este trabalho.

A meus pais, Claudio e Salete, por todos os esforços dispendidos em minha formação, pessoal e acadêmica, sempre me incentivando e aconselhando. E por trás deles, à memória de meus avós, Júlio, Helena, Edgard e Marina, também muito importantes para minha formação pessoal.

À Leila, por todo o carinho e amor durante todos esses anos de mestrado e doutorado, sempre compreensiva com meu trabalho e me ajudando em tudo que foi possível.

Ao professor Célio Hiratuka, que acompanha minha trajetória desde a graduação e aceitou orientar este trabalho, conferindo a mim a autonomia necessária para trabalhar e estando sempre disponível para orientações, sempre proveitosas.

Aos professores Fernando Sarti e Marco Antônio Rocha, pelos valiosos comentários durante a banca de qualificação, que contribuíram muito para a evolução do trabalho.

Aos professores Miguel Bacic, Marco Antônio Rocha, Jorge Britto e Antônio Carlos Diegues (e os suplentes Fernando Sarti, Beatriz Bertasso e José Eduardo Roselino) por terem aceitado participar da banca de defesa.

À professora Maria Alejandra Madi, que me orientou no mestrado e com a qual aprendi muito e me incentivei a realizar este trabalho.

Aos professores Anselmo Santos, Fernando Macedo, Ana Rosa, Maryse Farhi, Carla Côrte, Eugênia Leone e José Ricardo, com os quais tive ótimas experiências didáticas.

Aos demais professores que passaram pela minha formação, todos deixando valiosas contribuições. Não citarei nomes para não pecar pela falta.

Aos amigos e amigas do Belvedere, do TCC, MICs e FGs, pelo apoio sempre incondicional.

A todos os colegas de mestrado e doutorado, todos com participações marcantes. Vinícius, Delaíde, Camila, Juliana, Trovão, Bia, Taíse, Silas, Válter, Eduardo, Victor, André. É impossível citar todos, infelizmente.

Aos colegas do NEIT e do CESIT.

Aos alunos que já tive, sempre realizando discussões estimulantes.

Ao Instituto de Economia, representado pelo diretor Paulo Fracalanza, pelo apoio institucional. Esses agradecimentos são, certamente, extensivos aos funcionários de instituto, sempre muito solícitos e prestativos.

À Unicamp pelo apoio institucional.

Ao Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, pelas oportunidades oferecidas.

Por fim, à Capes e ao CNPq pelo apoio financeiro, em diferentes fase deste trabalho.

Resumo

O investimento é uma variável chave tanto para o entendimento da dinâmica econômica e suas flutuações quanto para a análise de mudanças estruturais no longo prazo, sendo, portanto, uma variável que demanda estudos para sua melhor compreensão. Alguns importantes autores, como Keynes e Kalecki, abordaram sua importância dentro de suas obras e Minsky deu um passo adiante, reconhecendo a relevância das condições de financiamento para a realização de investimentos.

No Brasil ocorreu em meados dos anos 2000 um ciclo positivo de investimentos, algo que não se observava desde a crise da dívida nos anos 1980. Existem diversos estudos sobre os determinantes do investimento, contudo, sempre com uma abordagem macroeconômica. O que se pretende com este trabalho é a realização de uma abordagem distinta, focando nas diferenças setoriais no que se refere aos investimentos na economia brasileira entre 1999 e 2013. Além disso, analisam-se os impactos dos gastos com investimentos sobre os indicadores financeiros das empresas, como rentabilidade e endividamento. Conclui-se que as dinâmicas setoriais são bastante distintas ao longo do período analisado, assim como as condições de financiamento não são homogêneas. Na realidade brasileira, o comportamento de alguns setores ou empresas muito relevantes acaba distorcendo a média, dando ideia de uma tendência geral que nem sempre é verdadeira.

Palavras-chaves: Investimento; indicadores contábeis; abordagem setorial.

Abstract

Investment is a key variable for both the understanding of the economic dynamics and its fluctuations as for the analysis of structural changes in the long run, being therefore a variable that demand studies for better understanding. Some important authors such as Keynes and Kalecki discussed its importance and Minsky went beyond, recognizing the relevance of financing conditions for investments.

Brazil experienced in the mid-2000s a positive investment cycle, something that was not seen since the debt crisis in the 1980s. There are several studies on the determinants of investment, however, always with a macroeconomic approach. The aim of this study is to develop a different approach, focusing on sectoral differences with regard to investments in the Brazilian economy between 1999 and 2013. In addition, it analyzes the impact of investment spending on firms' financial indicators such as profitability and debt. It is concluded that the sectoral dynamics are quite different over the analysis period, as well as financing conditions are not homogeneous. In Brazil, the behavior of some sectors or very relevant companies end up distorting the average, giving idea of a general trend that is not always true.

Key-words: Investment; financial indicators; sectoral approach.

Índice de gráficos e tabelas

Gráficos

Gráfico 1 - Evolução do PIB industrial, emprego industrial e produtividade – variação real anual (%) – Brasil, 1990 a 1998.	49
Gráfico 2 – Taxa de investimento (% do PIB) – 1980 a 1998.....	50
Gráfico 3 – Taxa de investimento e imobilização do VTI – 1999 a 2013.....	76
Gráfico 4 – Evolução da formação bruta de capital fixo, dos investimentos industriais e dos investimentos das 74 empresas do painel – Média 1999-2013=100 – valores a preços de 2012.	76
Gráfico 5 - Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Total do painel e Total da indústria – 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.....	77
Gráfico 6 – Aquisição líquida de imobilizado – Total do painel – 1999 a 2013.....	78
Gráfico 7 – Imobilização da receita líquida – Total do painel – 1999 a 2013.....	78
Gráfico 8 – Evolução dos investimentos – Média 1999-2013=100 – setores selecionados.....	79
Gráfico 9 – Imobilização do VTI – Média dos quinquênios – Setores selecionados, 1999 a 2013.	80
Gráfico 10 – Participação (%) no VTI da indústria brasileira – Extração de minério de ferro e refino de petróleo – 1999 a 2013.	82
Gráfico 11 – Participação (%) no ativo das 74 empresas selecionadas – Vale e Petrobrás – 1999 a 2013.	82
Gráfico 12 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Petrobrás, Vale e demais empresas do painel – 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.....	84
Gráfico 13 - Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Petróleo, extração de minério de ferro e demais setores –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.....	84
Gráfico 14 – Aquisição líquida de imobilizado – Petrobrás, Vale e demais empresas do painel – 1999 a 2013.	85
Gráfico 15 – Imobilização da receita líquida – Petrobrás, Vale e demais empresas do painel – 1999 a 2013.	86
Gráfico 16 – Imobilização da receita líquida – Petróleo, extração de minério de ferro e demais setores– 1999 a 2013.	86
Gráfico 17 – Liquidez geral – Petrobrás, Vale e demais empresas –1999 a 2013.	87

Gráfico 18 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Total do painel – 1999 a 2013.....	88
Gráfico 19 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Petrobrás – 1999 a 2013.....	89
Gráfico 20 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Vale – 1999 a 2013.	89
Gráfico 21 - Tipos de ativos: participação no ativo total – Total do painel, exceto Vale e Petrobrás – 1999 a 2013.	90
Gráfico 22 – Participação das receitas financeiras – Petrobrás, Vale e demais empresas – 1999 a 2013.	90
Gráfico 23 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Total do painel, exceto Vale e Petrobrás – 1999 a 2013.	91
Gráfico 24 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Petrobrás – 1999 a 2013.....	92
Gráfico 25 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Vale – 1999 a 2013.	92
Gráfico 26 – Estrutura de capital e endividamento – Petrobrás – 1999 a 2013.	93
Gráfico 27 – Estrutura de capital e endividamento – Vale – 1999 a 2013.....	94
Gráfico 28 - Estrutura de capital e endividamento – Demais empresas – 1999 a 2013.	94
Gráfico 29 – Participação das despesas financeiras – Petrobrás, Vale e demais empresas – 1999 a 2013.	95
Gráfico 30 – Participação (%) no VTI da indústria brasileira – BCND – 1999 a 2013.....	97
Gráfico 31 – Participação (%) dos ativos das empresas de capital aberto de BCND no total do painel 1999 a 2013.....	97
Gráfico 32 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.	100
Gráfico 33 - Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Setores produtores de BCND - 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.	101
Gráfico 34 – Aquisição líquida de imobilizado – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 2000 a 2013.	101
Gráfico 35 – Imobilização da receita líquida – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 2000 a 2013.	102
Gráfico 36 - Imobilização da receita líquida – Setores produtores de BCND – 1999 a 2013	103
Gráfico 37 – Liquidez geral – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 1999 a 2013.	104
Gráfico 38 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de alimentos e bebidas – 1999 a 2013.....	105
Gráfico 39 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de têxtil, vestuário e calçados – 1999 a 2013.	105

Gráfico 40 – Participação das receitas financeiras – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 1999 a 2013.	106
Gráfico 41 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de alimentos e bebidas – 1999 a 2013.	106
Gráfico 42 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de têxtil, vestuário e calçados – 1999 a 2013.	107
Gráfico 43 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de alimentos e bebidas – 1999 a 2013.	108
Gráfico 44 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de têxtil, vestuário e calçados – 1999 a 2013.	108
Gráfico 45 – Participação das despesas financeiras – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 1999 a 2013.	109
Gráfico 46 – Participação (%) no VTI da indústria brasileira – Indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.	112
Gráfico 47 – Participação (%) dos ativos das empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica no total do painel – 1999 a 2013.	112
Gráfico 48 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.	114
Gráfico 49 - Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Setores da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.	115
Gráfico 50 – Aquisição líquida de imobilizado – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.	116
Gráfico 51 – Imobilização da receita líquida – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.	116
Gráfico 52 - Imobilização da receita líquida – Setores da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.	117
Gráfico 53 – Liquidez geral – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.	118
Gráfico 54 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de máquinas e equipamentos – 1999 a 2013.	119
Gráfico 55 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de materiais de transporte – 1999 a 2013.	119
Gráfico 56 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Embraer – 1999 a 2013.	120
Gráfico 57 – Participação das receitas financeiras – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.	120
Gráfico 58 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de máquinas e equipamentos – 1999 a 2013.	121

Gráfico 59 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de materiais de transporte – 1999 a 2013.....	121
Gráfico 60 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Embraer – 1999 a 2013.....	122
Gráfico 61 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de máquinas e equipamentos – 1999 a 2013.	123
Gráfico 62 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de materiais de transporte – 1999 a 2013.....	123
Gráfico 63 – Estrutura de capital e endividamento – Embraer – 1999 a 2013.....	124
Gráfico 64 – Participação das despesas financeiras – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.	125
Gráfico 65 – Participação (%) no VTI da indústria brasileira – Indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.	127
Gráfico 66 – Participação (%) dos ativos das empresas de capital aberto de insumos básicos no total do painel - 1999 a 2013.	127
Gráfico 67 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.	130
Gráfico 68 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Setores da indústria de insumos básicos –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.....	130
Gráfico 69 – Aquisição líquida de imobilizado – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.	131
Gráfico 70 – Imobilização da receita líquida – Empresas de capital aberto indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.	132
Gráfico 71 – Imobilização da receita líquida – Setores da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.	132
Gráfico 72 – Liquidez geral – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.	133
Gráfico 73 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de celulose e papel – 1999 a 2013.....	134
Gráfico 74 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto do setor químico – 1999 a 2013.	134
Gráfico 75 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto do setor metalúrgico – 1999 a 2013.	135
Gráfico 76 – Participação das receitas financeiras – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.	136
Gráfico 77 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de celulose e papel – 1999 a 2013.....	136

Gráfico 78 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto do setor químico – 1999 a 2013.	137
Gráfico 79 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto do setor metalúrgico – 1999 a 2013.	137
Gráfico 80 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de celulose e papel – 1999 a 2013.	138
Gráfico 81 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto do setor químico – 1999 a 2013.	139
Gráfico 82 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto do setor metalúrgico – 1999 a 2013.	139
Gráfico 83 – Participação das despesas financeiras – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.	140
Gráfico 84 – Taxa Selic – média anual – 1999 a 2013.	147

Tabelas

Tabela 1 - Participação na receita líquida (%) – Empresas e setores selecionados – 1999 a 2013.	67
Tabela 2 – Componentes da demanda agregada – Variação real anual (%) – Brasil, 1999 a 2013.	74
Tabela 3 – Postura e fragilidade financeira – Petrobrás e Vale (postura) e demais empresas (% de empresas em cada postura) – 1999 a 2013.	96
Tabela 4 – Postura e fragilidade financeira das empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – Número de empresas em cada uma das posturas – 1999 a 2013.	110
Tabela 5 – Postura e fragilidade financeira das empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica - Número de empresas em cada postura (Máquinas e equipamentos e materiais de transporte) e postura (Embraer) – 1999 a 2013.	125
Tabela 6 – Postura e fragilidade financeira das empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – número de empresas em cada postura – 1999 a 2013.	141

Sumário

Introdução	1
Capítulo 1 - A decisão de investimento: perspectiva teórica e transformações no capitalismo contemporâneo.....	4
1.1 Introdução	4
1.2 A importância do investimento em perspectiva teórica.....	5
1.2.1 Investimento, desenvolvimento produtivo, concorrência e transformações estruturais	5
1.2.2. Investimento, dinâmica econômica e instabilidade.....	11
1.3 A decisão de investir.....	15
1.3.1 Investimento e decisões de portfólio	17
1.4 O investimento e seu financiamento	24
1.5 Capitalismo contemporâneo e decisões de investimento.....	30
1.6 Conclusões	41
Capítulo 2 – Investimento no Brasil: revisão bibliográfica e proposta metodológica de análise	44
2.1 Introdução	44
2.2 Investimento e financiamento no Brasil nos anos 1980 e 1990.....	44
2.3 Decisões de portfólio e investimento nos países periféricos	51
2.3 Estudos empíricos sobre a determinação do investimento no Brasil.....	54
2.4 Proposta metodológica para análise do investimento	59
2.4.1 Indicadores setoriais.....	60
2.4.2 Indicadores contábeis	61
Capítulo 3 – Análise setorial do investimento no Brasil entre 1999 e 2013	70
3.1 Introdução: panorama da economia brasileira no período 1999-2013	70
3.2 Investimentos na indústria brasileira	75
3.2.1 A importância de Petrobrás e Vale no investimento industrial agregado	81
3.2.2 Setores produtores de bens de consumo não-duráveis	96

3.2.3 Setores da indústria metal-mecânica	111
3.2.4 Setores da indústria de insumos básicos	126
3.3 Considerações a respeito dos investimentos da indústria brasileira no período 1999-2013	141
Conclusão	150
Referências bibliográficas	154
Anexos.....	162

Introdução

A economia brasileira nos anos 2000, em particular após 2003, apresentou um período de crescimento econômico que perdurou até os primeiros impactos da crise internacional chegarem ao país nos últimos meses de 2008. O crescimento apresentado nesse período não chega ao patamar de outras épocas, mas de 2004 a 2008 pela primeira vez o país vivenciou taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em média de 5% ao ano desde a crise da dívida ocorrida no início dos anos 1980.

Apesar de um contexto externo favorável às exportações de *commodities* brasileiras, a partir de 2004 são os componentes internos da demanda agregadas, consumo e investimento, as variáveis mais relevantes para a ocorrência desse crescimento econômico. Em particular, de 2006 a 2008 tem-se um ciclo de investimentos no Brasil que se não se presenciava desde o final dos anos 1970.

Dentre as variáveis componentes da demanda agregada (consumo das famílias, investimento, consumo do governo e exportações líquidas), o investimento é a que apresenta maiores oscilações. A ampliação da capacidade produtiva é resultado das decisões das empresas com relação à valorização de seu patrimônio e estão diretamente ligadas às expectativas que os empresários têm com relação à demanda pela sua produção. Os investimentos apresentam-se, então, de maneira oscilante por serem resultado de expectativas.

Além de suas oscilações que impactam no crescimento econômico de um país, há ao menos outros dois aspectos que comprovam a relevância do investimento. O primeiro deles é sua capacidade de geração de empregos, uma vez que ampliar a produção significa também gerar mais postos de trabalho. O segundo é a capacidade de transformação estrutural e de ganhos de produtividade que o investimento pode trazer.

Diversos autores reconhecem essa importância do investimento para a dinâmica econômica. Marx, ao discutir a valorização do capital e o processo de reprodução ampliada se refere ao reinvestimento dos lucros para dar continuidade ao processo de valorização. No mesmo sentido, entende-se que Schumpeter, ao discutir a importância das inovações para a dinâmica capitalista, também reconhece o papel dos investimentos para a aplicação de tais inovações. Entretanto, o investimento aparece com maior destaque na obra de Keynes. É este autor que trata com maior ênfase a questão da ampliação da capacidade produtiva ser apenas uma das opções de valorização da riqueza, riqueza esta entendida, assim como para Marx, como sendo o objetivo final da acumulação capitalista. É exatamente este fenômeno, em um

ambiente no qual pouco se pode dizer sobre o futuro, que torna o investimento uma variável instável e oscilante e que tem, portanto, no entendimento de sua dinâmica um ponto chave para a compreensão dos movimentos da economia.

Além disso, há na obra de Keynes uma relação direta entre a realização de investimentos e a geração de empregos. Considerando investimento como ampliação da capacidade produtiva, essa criação de capacidade envolve também a criação de postos de trabalho. Além desse impacto direto, o investimento é responsável por desencadear um efeito multiplicador, com seus gastos gerando renda que será dispendida em consumo, alimentando ainda mais o ciclo econômico.

Seguindo Keynes, Minsky insere outro fator relevante para o entendimento dessa dinâmica, que vem a ser o financiamento das decisões de investir. Uma vez que para realizar um investimento é tomada ao mesmo tempo uma decisão de como financiá-lo, os fluxos de caixa esperados decorrentes dessa inversão devem ser suficientes para o pagamento das obrigações financeiras assumidas. Portanto, diferentes condições de financiamento afetam a tomada de decisão de ampliação da capacidade de produção. Entende-se, então, que há, por um lado, uma decisão referente à aplicação de recursos em um portfólio de ativos em busca de valorização e, por outro, a decisão de como financiar tais ativos e o quanto as obrigações geradas pelo financiamento comprometem os fluxos de caixa futuros.

As condições de valorização da riqueza privada bem como as de financiamento não são imutáveis ao longo do tempo. Tem-se no período pós-anos 1970 transformações no capitalismo, com uma maior globalização da produção e dos mercados consumidores e a predominância de uma lógica financeira nas operações das empresas. Desse modo, os impactos sobre as tomadas de decisão de investir são evidentes. No Capítulo 1 deste trabalho busca-se, através de revisão da literatura existente sobre a relevância do investimento e sua determinação, entender como se dão essas relações no capitalismo contemporâneo.

No entanto, não se podem desconsiderar as estruturas econômicas distintas de diferentes países para a compreensão das mediações entre a lógica presente no capitalismo contemporâneo e as decisões de investir. No Capítulo 2 busca-se entender tais mediações para os países periféricos, dentre os quais o Brasil, além da realização de uma revisão da literatura existente sobre a determinação do investimento no país.

Ainda no Capítulo 2, apresentamos nossa proposta metodológica de análise do investimento, com recorte setorial e utilização de dados dos demonstrativos financeiros das empresas. Entendemos que há uma lacuna com relação à questão das diferenças setoriais nos

estudos já realizados, bem como temos a compreensão de que a análise dos indicadores contábeis e financeiros pode contribuir para a compreensão das decisões de investimentos e financiamento e seus impactos sobre os resultados apresentados pelas empresas. No Capítulo 3 realiza-se, então, a aplicação dessa metodologia aos setores industriais escolhidos para análise.

Dos demonstrativos financeiros extraímos indicadores referentes à aquisição de ativo imobilizado, composição do portfólio de ativos, liquidez, rentabilidade, margem de lucro, endividamento e estrutura de capital. Acreditamos que esses indicadores sejam relevantes para o entendimento da dinâmica dos investimentos e de seu financiamento.

Procura-se neste trabalho propor uma forma diferente de analisar as decisões de ampliação da capacidade produtiva por parte das empresas, partindo de uma perspectiva minskyana a respeito das decisões de alocação de ativos em um portfólio e de seu financiamento. Acreditamos que o enfoque setorial e a utilização dos indicadores financeiros possam trazer contribuições ao debate. Parte-se da hipótese de que há diferenças setoriais relevantes em relação ao comportamento do investimento e de seu financiamento, o que acabou por se comprovar ao longo da pesquisa.

Entende-se que o recorte setorial da análise do investimento poderia ser feito a partir de duas abordagens. Uma delas seria com um enfoque estruturalista, baseado nas transformações produtivas observadas em cada um dos setores. A outra, pautada em uma visão financeira do investimento, atentando para a alocação de ativos e seu financiamento. Sem deixar de reconhecer a importância da primeira abordagem, que terá alguns elementos discutidos ao longo da pesquisa, o foco deste trabalho está na segunda. Acreditamos que a combinação de dados oriundos da Pesquisa Industrial Anual (PIA/IBGE) e da Economia possam contribuir para os principais objetivos da pesquisa, que são a compreensão das dinâmicas setoriais, das decisões referentes aos portfólios e das condições de financiamento.

Capítulo 1 - A decisão de investimento: perspectiva teórica e transformações no capitalismo contemporâneo

1.1 Introdução

Tanto Keynes quanto Marx perceberam a característica essencial do capitalismo, que vem a ser a busca por valorização da riqueza privada (ou valorização do capital, em termos marxistas). As apresentações esquemáticas marxistas da circulação do dinheiro, $D - M - D'$ (dinheiro – mercadoria – mais dinheiro), representando o capital produtivo, e $D - D'$, representando o capital a juros, evidenciam que o dinheiro está no início e no final do processo, sendo, portanto, o objetivo final nas relações capitalistas.

Keynes (1933a; 1933b) realiza essa abordagem ao desenvolver o conceito de economia monetária da produção ou economia empresarial, compreendendo que a valorização da riqueza em termos monetários constitui o objetivo final da atividade de um empresário, sendo a produção um dos meios de se conseguir tal valorização.

Neste trabalho partimos de uma abordagem das decisões de investimento de natureza keynesiana/minskyana, entendendo os investimentos como resultantes das formas escolhidas para alocação e valorização da riqueza privada, bem como de seu financiamento. Dentro do referido arcabouço teórico, o investimento se apresenta como a variável fundamental para dinâmica econômica e para a geração de renda e emprego em uma economia capitalista.

Entendendo a importância do investimento em uma economia, pretende-se aqui compreender como ocorrem as decisões de investir por parte das empresas no capitalismo contemporâneo. Para tanto, nas duas seções seguintes tratamos da importância do investimento em perspectiva teórica e de sua determinação e relação com as decisões de portfólio, seguindo para a questão do financiamento de tais decisões. Em seguida discutem-se elementos relevantes desse capitalismo contemporâneo, associando essa configuração com os agentes tomadores de decisão de investir e as estratégias por eles seguidas. Por fim, traremos uma síntese das discussões apresentadas.

1.2 A importância do investimento em perspectiva teórica

1.2.1 Investimento, desenvolvimento produtivo, concorrência e transformações estruturais

Autores de referência dentro da história do pensamento econômico entenderam o investimento como variável fundamental em uma economia capitalista, levando em conta seu potencial para transformações estruturais e sua importância para a dinâmica econômica. Sobre o primeiro ponto, destacam-se autores como Marx, Schumpeter e Steindl.

Marx, nos quatro primeiros capítulos de *O Capital*, constrói uma passagem lógica partindo da sua concepção de valor, enquanto determinado pelo tempo de trabalho socialmente necessário para a produção de uma determinada mercadoria, sendo esta produzida com destinação à troca. Após esse raciocínio, Marx introduz o dinheiro, em um primeiro momento como “equivalente geral” presente em todas as relações de troca, para, em seguida, demonstrar a conversão do dinheiro em capital, entendendo este termo como o “valor que se valoriza”, ou, de forma mais precisa, o valor em busca de valorização. Essa lógica pode ser melhor compreendida com o auxílio de uma representação esquemática conhecida: $D - M - D'$. Tal formulação, como já destacado, mostra o dinheiro no início e no fim do processo, sendo que o que possibilita esse D' é a geração de valor pelo trabalho em quantidade superior àquela pela qual é remunerado, a chamada *mais-valia*.

Mazzucchelli (2004) aponta que o capital, enquanto sujeito do processo, ganha autonomia em sua busca incessante por valorização com advento da grande indústria e com ela o desenvolvimento do setor de bens de produção, que possibilita a autodeterminação da acumulação de capital e a reprodução ampliada deste, que consiste no reinvestimento dos lucros em novas máquinas que possibilitem uma maior extração de trabalho não pago.

Como a busca do capital por valorização é incessante e insaciável, procura-se constantemente, aumentar a extração de mais-valia. A evolução histórica mostra que essa busca não se dá primordialmente pelo aumento das horas trabalhadas (mais-valia absoluta), visto que a tendência é exatamente a redução da jornada, mas sim pelo aumento da produtividade do trabalho, o que constitui o conceito de mais-valia relativa. Esse aumento de produtividade ocorre a partir do reinvestimento dos lucros para modernização do aparelho produtivo.

Ao longo de *O Capital*, Marx torna mais complexa sua visão sobre o investimento. No livro 1, na ausência das finanças, a reprodução ampliada ou reinvestimento

dos lucros é algo imperativo e inerente à lógica do capital. Assim, a totalidade dos lucros é novamente aplicada na produção em busca de uma maior valorização.

Conforme aumenta a complexidade da análise na obra, aparece o problema da possibilidade de não realização da mais-valia produzida. Mazzucchelli (2004) mostra que na própria circulação mercantil já aparece um marco para a crise, uma vez que compra e venda, produção e consumo são pares complementares, mas não idênticos, possibilitando a não coincidência desses momentos, o que daria origem à crise. Trazendo este argumento para uma lógica capitalista, busca-se cada vez mais produzir mercadorias, pois é através destas que se consegue a valorização, chegando a sobrepassar as possibilidades de realização e reprodução ampliada (Belluzzo, 1998). Isto representaria uma superprodução, ou “superacumulação de capital”, característica fundamental de uma crise. Nesse ponto, Marx admite que a realização dos lucros é incerta, o que pode causar instabilidade nas decisões de utilização e expansão da capacidade produtiva.

No livro 3, com a introdução das finanças e do capital a juros, surge um elemento importante para a compreensão da dinâmica do investimento que é a possibilidade de separação entre a propriedade do capital e o ato de colocar o capital em função. Em outros termos, o financiamento do investimento e da produção pode provir de terceiros. À medida que a estrutura industrial se torna mais complexa e os montantes de investimento iniciais necessários aumentam significativamente, o papel das finanças passa a ser fundamental, pois dificilmente os investimentos dessa monta são financiados apenas com capital próprio. Com isso, surgem as finanças como um fator importante para as decisões de investir, uma vez que parte dos lucros deve ser utilizada para o pagamento dos juros e do principal dos empréstimos obtidos pelo capitalista industrial. O mesmo vale para o mercado acionário, no qual os acionistas também devem receber sua remuneração na forma de dividendos. Essa relação entre sistema financeiro e indústria aparece de forma mais clara mais adiante, com o conceito de capital financeiro trabalhado por Hilferding.

Como apontam Crotty e Golsdtein (1992a), Marx entende uma relação dialética entre o investimento e o desenvolvimento dos mercados financeiros. Se, por um lado, as finanças tem um potencial de dinamizar o investimento e o progresso técnico, por outro pode aumentar a sensibilidade do mercado a crises, uma vez que as empresas podem se encontrar endividadas nesse contexto.

Outra relação dialética identificada por Marx no Livro 3 se dá entre a competição e mudança técnica e a acumulação de capital. O autor entende que a competição produz o

monopólio e o monopólio produz a competição, sendo os monopolistas (ou oligopolistas) resultantes de um processo de concorrência. Com a tendência à oligopolização dos mercados, Marx considera que, dentro da concorrência entre grandes empresas, práticas como cartelização e outras associações se tornam mais comuns. Assim, as empresas acabam por controlar o progresso técnico, programando fatores como a taxa de obsolescência (Crotty e Goldstein, 1992). Dessa forma, fica evidente que as decisões de investir são tomadas levando em conta o ambiente da concorrência, certas vezes até em conjunto.

Um autor que enfoca na dinâmica das estruturas de mercado e da concorrência e seu papel nas decisões empresariais de realização de investimentos é Joseph Steindl. Em *Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americano* (1952, nossa versão de 1983), o autor aborda ao menos três aspectos determinantes para essa compreensão, sendo eles as vantagens competitivas cumulativas, a acumulação interna de lucros e a existência de capacidade ociosa.

Sobre o primeiro deles, Steindl identifica que uma fonte de vantagem competitiva, das quais o autor destaca as economias de escala ou alguma inovação, trazem a esta empresa um potencial de acumulação de lucros e reinvestimento destes para ampliar ainda mais suas vantagens. Como se pode perceber, há uma relação direta com o segundo aspecto. A acumulação interna de lucros, advinda das vantagens competitivas, constitui a maior fonte de recursos para investimento da qual as empresas dispõem para ampliar suas vantagens frente às concorrentes. Isso leva, contudo, a uma tendência à oligopolização dos mercados.

Com relação à capacidade ociosa, Steindl, ao considerar que a concorrência se dá de forma oligopolista, entende que as empresas atuem com um nível planejado de capacidade produtiva excedente, para atender às flutuações da demanda e possibilitar respostas rápidas frente às concorrentes em busca de maior parcela de mercado.

Desse modo, percebe-se que para o autor em questão a concorrência se dá de forma mais acirrada em mercados oligopolizados, sendo as vantagens competitivas cumulativas as fontes de acumulação interna de lucros. Esses lucros acumulados financiam novos projetos de investimento, preferencialmente em seu próprio mercado, sem deixar de levar em conta o nível de utilização da capacidade produtiva. Steindl enxerga, por fim, uma forte tendência a uma concentração de mercado cada vez maior como consequência do reinvestimento dos lucros acumulados. Há ainda para o autor uma possibilidade de diversificação dos investimentos caso o mercado esteja estagnado ou chegado ao seu limite de crescimento, sendo os outros setores potenciais escoadouros para aplicação dos lucros acumulados.

Outro autor que confere grande destaque à concorrência e ao progresso técnico e percebe um papel importante nas finanças para a realização dos investimentos é Schumpeter. Este é um dos grandes teóricos da dinâmica econômica do capitalismo e tem seu nome sempre associado à importância das inovações para esses movimentos dinâmicos e ao termo “destruição criadora”. Entre grandes contribuições de Schumpeter estão a percepção de que são as discontinuidades que resultam no processo de desenvolvimento econômico e o papel relevante que o crédito exerce para o desenvolvimento. O autor em questão tinha uma visão particularmente positiva do capitalismo, exatamente por seu caráter dinâmico ditado pelas inovações, caracterizando o sistema como exitoso. Em outras palavras, é a instabilidade decorrente das inovações que confere o caráter exitoso ao capitalismo.

Em primeiro lugar, faz-se necessário compreender o que Schumpeter entende como diferença fundamental entre os processos de crescimento e desenvolvimento econômico e sua relação com o chamado “fluxo circular da renda”. Para o autor, crescimento econômico é um fenômeno estritamente quantitativo, expresso, por exemplo, pela taxa de crescimento do PIB de uma economia. Já o processo de desenvolvimento econômico envolve uma mudança qualitativa, um salto, na estrutura econômica, ou seja, vai além de observações apenas quantitativas.

Schumpeter (1997) aborda a questão do desenvolvimento ao discorrer sobre o fluxo circular da renda e o seu rompimento. O que Schumpeter chama de “fluxo circular da renda” corresponde ao conceito walrasiano de equilíbrio geral. O fluxo circular da renda se caracterizaria, então, por uma situação de equilíbrio estável, na qual poderia haver crescimento, mas não se daria um processo de desenvolvimento econômico.

No entanto, apesar de todo o seu reconhecimento às ideias de Walras, Schumpeter entende que o dinamismo de uma economia capitalista se origina exatamente do rompimento do fluxo circular da renda. Para uma melhor compreensão do rompimento do fluxo circular da renda faz-se necessária uma abordagem das concepções schumpeterianas de empreendedor (*entrepreneur*), inovação e processo de destruição criadora.

Schumpeter vê na figura do empreendedor algo bastante positivo para a dinâmica capitalista. Para entender a função deste empresário inovador, Schumpeter rompe com a noção presente no arcabouço neoclássico de que a economia seria marcada pela concorrência perfeita entre inúmeras pequenas empresas. Para o autor, haveria uma busca por uma posição de destaque dentro do mercado em relação às demais empresas, ou seja, uma procura por lucros extraordinários, característicos de uma condição de monopólio. O que motivaria o

empreendedor seria exatamente essa busca pela posição monopolista dentro do mercado, ao menos por um período de tempo.

A segunda concepção relevante diz respeito ao meio pelo qual o empreendedor busca essa posição de destaque dentro do mercado. De acordo com Schumpeter, isso se dá através da introdução de inovações. Deve ser ressaltado que inovação para Schumpeter envolve um conceito amplo, não se tratando apenas da introdução de novos produtos no mercado, mas podendo se referir a uma nova técnica produtiva, uma nova combinação de fatores, novas práticas gerenciais, entre outras. Reforçando a definição schumpeteriana de empreendedor, este seria o sujeito que, através de uma nova ideia, busca atingir uma posição monopolista no mercado. Uma vez introduzida uma inovação bem sucedida, aquele empreendedor consegue essa posição de destaque. Tal fato impulsiona os demais concorrentes a agirem na mesma direção, com a finalidade de não perderem suas posições relativas no mercado.

Dos fatos descritos no parágrafo anterior deriva-se outro conceito fundamental da abordagem schumpeteriana que é o processo de destruição criadora. Como se pode perceber, a introdução de uma inovação, seja de produto ou de processo, estimula os demais concorrentes a copiarem-na ou tentarem inclusive superá-la. Dessa forma, ocorre um processo em que há a destruição do “velho” (tecnologia ou produtos que se tornam obsoletos) e uma generalização da criação do “novo” (decorrente da reação dos concorrentes à introdução de uma inovação bem sucedida). Schumpeter (1961), por esse motivo, chama o processo de “destruição criadora”.

Após essa descrição dos fatores que culminam no processo de destruição criadora percebe-se em Schumpeter a noção do capitalismo como um sistema dotado de grande dinamismo. Retornando a conceitos anteriormente aqui abordados, o processo de destruição criadora implica em uma transformação qualitativa da economia, caracterizando um processo de desenvolvimento além do crescimento econômico.

Retomando, o desenvolvimento econômico se dá exatamente quando há um rompimento do fluxo circular da renda. Em outras palavras, o desenvolvimento se origina das discontinuidades envolvidas no processo de destruição criadora, ou seja, a instabilidade é o que gera o progresso e o desenvolvimento.

Por essa dinâmica e pelo progresso gerado a partir das inovações, Schumpeter considera o capitalismo como um sistema exitoso. O autor admite a existência de movimentos

cíclicos que incluem fases de expansão e de recessão, mas os considera dentro do processo de destruição criadora e acredita que a tendência seria de êxito.

Cabe aqui realizar uma distinção importante dentro da concepção de Schumpeter. Para o autor, há uma diferença entre empresário e capitalista. Empresário seria o *entrepreneur*, inovador. Já a figura do capitalista se refere àquele que concede crédito ao empresário para a realização de sua inovação, ou seja, é o banqueiro. Schumpeter percebe assim, acertadamente, a grande importância do crédito para o desenvolvimento econômico e o poder de comando que as finanças conseguem exercer sobre a produção.

Entretanto, Schumpeter (1961) vê na evolução do capitalismo uma tendência a que ele se torne mais estável e menos dinâmico. Essa descrição até aqui realizada do pensamento do autor refere-se basicamente ao contexto do capitalismo concorrencial, no qual era mais comum o surgimento de algum empreendedor inovador que conseguisse destaque no mercado. Contudo, o próprio desenvolvimento econômico levou ao surgimento do capitalismo trustificado, representado pelas grandes corporações, cenário no qual o surgimento de um empreendedor torna-se cada vez mais difícil, sendo substituída pela grande corporação.

Schumpeter vê nas grandes corporações certa burocratização das atividades, inclusive das que envolvem o desenvolvimento de inovações, não havendo mais aquele ímpeto empreendedor. O autor alia esse fato ao aumento do intervencionismo estatal e do planejamento, tanto público quanto privado. Dessa forma, o sistema capitalista se tornaria progressivamente mais estável.

Por fim, o autor realiza uma distinção importante entre sistema e ordem. O sistema capitalista, que envolve basicamente seus fatores econômicos, é exitoso, como argumentado até aqui. Por outro lado, a ordem capitalista, que envolve suas instituições, tende a ser destruída pelo próprio êxito do sistema, que resultou no capitalismo trustificado. Em outras palavras, à medida que o sistema se torna mais estável, mais ameaça a preservação da ordem.

Entende-se, então, que na visão de Schumpeter é o ímpeto do empreendedor em se destacar frente à concorrência o principal fator condutor dos investimentos privados. O autor pouco aborda o investimento como ampliação de capacidade produtiva, conferindo maior ênfase aos gastos com inovações e progresso técnico, sendo, então, o investimento caracterizado também pela modernização. Portanto, para Schumpeter a busca pela posição de monopólio frente à concorrência e o financiamento das atividades inovativas através do

crédito podem ser entendidos como os principais determinantes dos investimentos. Além disso, pode-se inferir que o ganho de maior parcela de mercado em virtude de uma inovação leva à decisão de ampliar a capacidade produtiva por parte do empresário.

Como descrito acima, percebe-se que Marx e Schumpeter entendem a concorrência intercapitalista e o progresso técnico como fatores extremamente importantes para a compreensão da dinâmica do investimento. Steindl, por sua vez, confere grande importância às estruturas de mercado, focando na acumulação interna de lucros e na destinação destes a novos investimentos, resultando em um novo aumento da concentração destes mercados.

1.2.2. Investimento, dinâmica econômica e instabilidade

Além do reconhecimento da dinâmica do investimento associada à concorrência intercapitalista e ao progresso técnico, há autores que conferem um enfoque ao investimento como variável chave para a geração de renda e emprego e resultado de decisões quanto à ampliação da riqueza. Keynes e Kalecki são os principais nomes que dissertam nessa direção.

Os autores supracitados foram os principais a utilizarem o princípio da demanda efetiva como uma oposição à Lei de Say dentro da teoria econômica e acreditam que uma economia capitalista é marcada fortemente pela presença de flutuações. Mesmo com tais semelhanças, os dois autores citados apresentaram algumas diferenças com relação ao ponto de partida para a argumentação e no enfoque maior dado a algumas questões em detrimento de outras. Com relação ao ponto de partida, Keynes realiza uma crítica à economia neoclássica partindo de dentro da própria, utilizando inclusive termos familiares a tal escola, fato que acabou contribuindo para o surgimento de uma corrente interpretativa que incluiu a argumentação de Keynes dentro da neoclássica. Kalecki, por sua vez, parte das ideias de Marx, procurando mostrar como se dá a realização dos lucros. Outra diferença entre os dois autores está no enfoque conferido a alguns problemas. Keynes se preocupa mais com as condições de valorização da riqueza privada em um ambiente marcado pela incerteza e seus impactos na geração de empregos, enquanto Kalecki confere maior ênfase a questões como a distribuição funcional da renda entre capitalistas e trabalhadores e as relações entre as flutuações de curto prazo com a tendência de crescimento a longo prazo.

Ao realizar a crítica à Lei de Say, Keynes e Kalecki se utilizam do princípio da demanda efetiva. A discussão pautada no referido princípio tem como ponto fundamental o

sentido da determinação das variáveis de gasto para a geração de renda e emprego. Dentro da argumentação dos dois autores, a variável de gasto que assume um papel de protagonismo é o investimento. Tal variável tem papel de destaque por ter um importante componente autônomo em relação aos fluxos de renda e por iniciar um efeito multiplicador na geração de renda e emprego ao impactar no consumo. Kalecki distingue ainda o consumo dos capitalistas e do consumo dos trabalhadores. Para o autor, o consumo dos capitalistas também tem um importante componente autônomo em relação à renda, enquanto que o consumo dos trabalhadores é dependente da renda gerada pelos gastos capitalistas, seja com consumo ou com investimento. Até este ponto pode-se dizer que são as decisões de gasto dos capitalistas que acabam por determinar o comportamento do nível de renda de uma economia. Tendo isso claro, pode-se compreender o papel relevante dos gastos capitalistas, em especial do investimento, para as flutuações econômicas.

Kalecki (1990) esquematiza uma economia com três departamentos: o produtor de bens de capital (D1), o de bens de consumo dos capitalistas (D2) e o de bens de consumo dos trabalhadores (D3). Com a suposição do autor de que os trabalhadores não poupam, o consumo destes está fortemente relacionado com o nível de emprego determinado pelas decisões dos capitalistas em consumir ou investir.

A partir do quadro que segue é possível compreender melhor o protagonismo das decisões de gasto dos capitalistas:

D1 (I)	D2 (Ck)	D3 (Ct)	Y
P1	P2	P3	P
W1	W2	W3	W

Onde:

I: Investimento – compra de bens produzidos pelo D1.

Ck: Consumo dos capitalistas – compra de bens produzidos pelo D2

Ct: Consumo dos trabalhadores – compra de bens produzidos pelo D3

P1: Lucros do D1

P2: Lucros do D2

P3: Lucros do D3

P: Lucros totais (P1+P2+P3)

W1: Salários pagos aos trabalhadores do D1

W2: Salários pagos aos trabalhadores do D2

W3: Salários pagos aos trabalhadores do D3

W: Salários totais ($W1+W2+W3$)

Y: Renda total da economia ($I+C_k+C_t$) ou ($P+W$)

De modo a facilitar sua explanação, Kalecki assume que os trabalhadores não poupam, portanto a totalidade dos salários pagos é dispendida na aquisição de produtos do D3. Assim, os salários pagos pelos capitalistas do D3 retornam ao mesmo departamento, sendo os lucros do D3 o equivalente à soma dos salários pagos nos outros departamentos ($P3=W1+W2$).

Portanto, se $P=P1+P2+P3$, pode-se escrever essa igualdade como $P=P1+W1+P2+W2$.

Ou seja, a totalidade dos lucros da economia advém das decisões capitalistas de consumir e investir, que geram lucros e salários em D1 e D2, percebendo-se, assim, um protagonismo em tais decisões.

Ao contrário de Keynes, Kalecki qualifica o consumo por um motivo importante. O autor considera que o consumo dos trabalhadores é função exclusivamente dos salários pagos a estes, não possuindo autonomia em relação à renda. Já o consumo dos capitalistas não depende da renda apropriada por estes no período em questão (no caso, seus lucros), uma vez que estes têm estoque de riqueza acumulado que pode financiar seus gastos, seja com consumo ou com investimento.

Kalecki atenta para a existência de um caráter dual do investimento que resultará nas flutuações econômicas. O autor, assim como Keynes, enxerga no investimento a chave para a geração de renda, sendo a decisão de realização de gastos por parte dos capitalistas (além do investimento, também com consumo) o fator determinante dos lucros. No entanto, o caráter dual do investimento está no fato de que, além da geração de renda, os gastos com ampliação da capacidade produtiva também resultam no aumento do estoque de capital na economia.

Kalecki (1990) parte desse caráter dual do investimento para desenvolver a ideia de “ciclo puro”, ou seja, a economia realizando movimentos cíclicos sem a presença de progresso técnico ou das finanças. O autor entende que dentre as variáveis que determinam o investimento (ao menos no cenário de ausência das finanças) estão a poupança total corrente (determinada principalmente por lucros acumulados), a variação dos lucros e o estoque de capital. Sobre esses fatores, Kalecki afirma que a proporção em que a poupança total corrente

é reinvestida é menor que um, ou seja, nem todo o montante de lucros acumulados é novamente destinado aos investimentos. Quanto ao estoque de capital, o autor enxerga uma relação inversa entre este fator e a realização de novos investimentos, pois com um maior estoque de capital na economia, as próximas decisões de investimento se tornarão menos rentáveis. Da mesma forma, na fase de recessão do ciclo há um nível de investimentos inferior às perdas com a depreciação, o que vem a tornar, após um hiato temporal, novamente o investimento mais rentável e impulsionando uma retomada da fase expansiva do ciclo.

Com tal apresentação entende-se como em Kalecki há a presença de flutuações econômicas no curto prazo que se pautam no caráter dual do investimento. Entretanto, o próprio autor vem a reconhecer que tal abordagem apresenta limitações, principalmente por não demonstrar a existência de uma relação entre essas flutuações de curto prazo e as tendências de longo prazo. Além disso, essa abordagem do “ciclo puro” acaba por cair na consideração de que os ciclos seriam automáticos ou mecanicistas, ou seja, as fases se alternariam de maneira automática. Dessa forma, uma recessão seria seguida necessariamente por um novo momento de expansão.

Conforme aponta Braga (2000), o próprio Kalecki supera essas limitações ao incluir em sua abordagem as questões das finanças e, especialmente, do progresso técnico. Kalecki parte, então, para o entendimento da dinâmica econômica de forma que ciclo (curto prazo) e tendência (longo prazo) sejam indissociáveis.

De acordo com Kalecki, é através do progresso técnico, ou mais especificamente das inovações, que ciclo e tendência se relacionam dinamicamente. As decisões de “investimentos com progresso técnico” (Braga, 2000) têm uma clara relação com o princípio da demanda efetiva, no sentido que os capitalistas decidem investir em equipamentos novos quando percebem um crescimento dos lucros. Então, decidem sobre o reinvestimento de suas poupanças ou se vão gastar aquém ou além destas (através do crédito). Desse modo, um movimento positivo de geração de inovações deve resultar em uma tendência de expansão econômica no longo prazo. Da mesma forma, quando os capitalistas decidem por não investir em inovações a tendência de longo prazo deve se materializar em um cenário de estagnação. Há em Kalecki, então, duas tendências possíveis, de expansão ou de estagnação, com base nos investimentos em inovações.

Também partindo do princípio da demanda efetiva, na obra de Keynes é possível identificar uma instabilidade estrutural presente no sistema capitalista que tem origem na instabilidade do investimento, que decorre do fato de os empresários terem à disposição

outras formas de valorização da riqueza que não passam necessariamente pela ampliação da capacidade produtiva (será detalhado mais adiante). Essa decisão deve ser tomada em um ambiente intrinsecamente marcado pela incerteza, no qual os agentes tendem a preferir liquidez. Portanto, só irão imobilizar recursos na forma de investimento caso haja realmente uma boa expectativa de valorização.

Para Keynes, o investimento enquanto ampliação da capacidade produtiva é o que pode gerar empregos de maneira dinâmica. Se no curto prazo o nível de emprego depende das decisões de utilização da capacidade produtiva instalada, no longo prazo, para continuar gerando empregos, o investimento é necessário.

Além de sua importância na geração de empregos, o investimento assume protagonismo na teoria keynesiana também por representar a variável de gasto autônoma, ou seja, independente da renda. Keynes (1992) considera o consumo relativamente estável e uma função do nível de renda e da propensão a consumir. Essa propensão não mudaria, ao menos no curto prazo, sendo um número entre zero e um que indicaria a parcela da renda de certa comunidade que seria destinada ao consumo. Como a propensão é estável, o consumo variaria de acordo com a renda.

Por outro lado, o investimento pode ocorrer independentemente do nível de renda, sendo financiado pelos estoques acumulados de riqueza ou ainda através do crédito, o que rompe definitivamente a necessidade de poupança prévia para realização dos investimentos. Essa discussão será aprofundada mais adiante.

1.3 A decisão de investir

A decisão de investir se dá, na visão de Keynes, a partir da comparação entre o retorno esperado do investimento, a Eficiência Marginal do Capital (EMgC)¹ e a taxa de juros, que representaria o retorno de uma aplicação financeira. O cálculo da EMgC é algo de grande complexidade na teoria keynesiana, uma vez que se considera um ambiente marcado pela incerteza. Espera-se uma determinada taxa de retorno de investimento tendo como base a demanda em períodos anteriores. Contudo, considerando que o futuro não será necessariamente uma reprodução do passado, esse cálculo se torna, de certo modo, precário. Portanto, a decisão de investir se dá, na visão de Keynes, com base em uma comparação cujo cálculo é muito impreciso. Isso faz com que o investimento seja bastante instável e isso

¹ Keynes (1992) define a Eficiência Marginal do Capital como a relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu custo de reposição.

se reflita na economia como um todo, dada a estabilidade do consumo e sua dependência em relação ao nível de renda.

A influência de Keynes e Kalecki levou ao desenvolvimento do modelo do acelerador do investimento, o qual enuncia que o investimento líquido é proporcional à variação do produto, ou seja, a dinâmica do investimento responde ao comportamento da demanda, expressa pelo nível de atividade da economia (Melo e Rodrigues Jr., 1998).

Algumas abordagens usualmente associadas à economia neoclássica podem, em determinados pontos, se confundir com a argumentação keynesiana. Lélis, Bredow e Cunha (2014) indicam três grupos de abordagens dentro da teoria neoclássica que tratam a decisão de investimento pela ótica dos preços relativos. A primeira seria marcada pelo enfoque no valor presente líquido, na qual as empresas tomam as decisões de investir com base no retorno corrente do investimento descontado pela taxa de juros de mercado (uma representação dos custos do projeto) considerando-se um número n de períodos. A segunda abordagem, a do estoque de capital de equilíbrio, seria uma extensão da primeira. Jorgensen (1963) descreve que as empresas buscam atingir um volume ótimo de capital que seja condizente com os objetivos de maximização de seu valor levando em conta os lucros futuros. No entanto, Lélis, Bredow e Cunha (2014) destacam que essa argumentação trabalha com duas hipóteses centrais bastante restritivas, que são a estrutura de mercado em concorrência perfeita, com firmas tomadoras de preços (price-takers), e a inexistência de incerteza, de modo que os fluxos de lucros não são variáveis aleatórias. Nesse ponto, fundamentalmente, afasta-se da teoria keynesiana.

A terceira abordagem do *mainstream* para a determinação do investimento destacada por Lélis, Bredow e Cunha (2014) é a teoria q-investimento de James Tobin. Tobin (1969) busca incluir no modelo variáveis expectativas e considera que o preço das ações seria o melhor sinalizador do comportamento de tais variáveis. Nesta abordagem, haveria incentivo para investir quando o valor de mercado da firma fosse maior que o custo de reposição de seus ativos. Tal teoria, segundo os autores destacados, ganhou notoriedade entre os economistas de tradição neoclássica pois, neste modelo, as expectativas de lucros futuros da empresa são totalmente contempladas no preço de suas ações, aceitando a hipótese de que os mercados são eficientes.

Melo e Rodrigues Jr. (1998) apontam também a abordagem das opções (*option approach*) como teoria do investimento. Essa visão entende a decisão de investir em um cenário de incerteza como uma escolha equilibrada entre esperar uma próxima informação,

dada a irreversibilidade do investimento, e o custo de oportunidade de se adiar a decisão de gastar.

Percebe-se que as abordagens neoclássicas, embora apresentem semelhanças com alguns pontos da teoria keynesiana, afastam-se dela ao apresentar hipóteses restritivas como o mercado em concorrência perfeita, ausência de incerteza e o tratamento da evolução dos preços das ações como reflexo da lucratividade futura do investimento, excluindo o caráter especulativo dos mercados de capitais.

No entanto, no capítulo 17 da Teoria Geral e em outras obras de Keynes, sua teoria do investimento se mostra mais complexa, relacionando-se de maneira mais clara com decisões dos detentores de riqueza com relação a um portfólio de ativos. Na sequência trabalha-se mais a fundo esse ponto.

1.3.1 Investimento e decisões de portfólio

Ao discorrer sobre os fatores que levam à determinação dos níveis de emprego e renda, Keynes subordina tanto os fenômenos relacionados ao mercado de bens quanto ao mercado de trabalho às decisões capitalistas no que concerne à valorização da riqueza, como bem apontam Belluzzo e Almeida (1989). A economia capitalista, ou economia empresarial, para Keynes, pode ser entendida como uma economia monetária pautada na valorização dos ativos. Dessa forma, compreende-se que o aumento da riqueza privada, expressa em termos monetários, é o objetivo final dos proprietários de riqueza em uma economia capitalista.

Nesse sentido, Keynes desenvolve a noção do dinheiro como ativo, quebrando a noção defendida pelos clássicos de que este seria apenas um intermediário entre as trocas.

Para o autor, os níveis de emprego e renda de uma economia são determinados, em última instância, pelo comportamento dos empresários no que se refere às decisões de como aplicar seus recursos financeiros, considerando que o seu objetivo final é a obtenção de mais dinheiro. De maneira simplificada, os empresários possuem três opções: o investimento produtivo, as aplicações financeiras ou ainda a retenção de moeda em sua forma líquida, caso extremo de preferência por liquidez. Quanto maior for a parcela da renda destinada aos investimentos, maior será o nível de emprego e renda da economia. Considerando o investimento como ampliação da capacidade produtiva, esta variável assume um papel primordial na medida em que as decisões de gasto com novas plantas produtivas ou aquisição de novas máquinas implicam na geração direta de empregos, além de efeito multiplicador

sobre o consumo das famílias (em virtude do maior nível de emprego e, por consequência, um maior número de consumidores com renda), acarretando em um incremento ainda maior na renda.

O principal determinante das decisões de investir são as expectativas que os empresários têm com relação ao futuro. O investimento apresenta grande instabilidade em virtude da existência de outras formas de acumulação de riqueza em uma economia em que a incerteza quanto ao futuro se faz presente, além do horizonte temporal que envolve a decisão de gasto e a obtenção do retorno financeiro, ou seja, a decisão de gastar deve ser realizada no presente visando à obtenção de um lucro no futuro, considerando a incerteza.

Dentro dessa lógica, investimentos produtivos constituem uma das opções, não a única, de valorização da riqueza em uma economia capitalista. Considerando a incerteza quanto ao futuro, ponto marcante em uma abordagem keynesiana, os agentes capitalistas tendem a preferir maneiras mais líquidas para a valorização de seus ativos, como, por exemplo, as aplicações financeiras.

Apesar de ser *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (original de 1936; nossa versão de 1992) a obra mais conhecida de John Maynard Keynes e ponto de partida para a maior parte dos economistas por ele influenciados, alguns detalhes fundamentais para a compreensão do pensamento do autor já aparecem em obras anteriores, como o *Treatise on Money* (1930).

No livro citado, Keynes (1930) discute a importância do dinheiro em uma economia capitalista e introduz o papel fundamental exercido pelos bancos, algo que não recebe devida ênfase na Teoria Geral. O autor entende que ao serem aceitos como meios de pagamento, os depósitos bancários acabam superando em muito o volume de papel moeda emitido e discorre sobre os motivos que levam os agentes econômicos a manter depósitos bancários ao invés de gastar tais meios de pagamento através do consumo. Keynes destaca três motivos para que alguém mantenha um depósito bancário e os classifica em *income deposits*, *business deposits* e *savings deposits*. Os dois primeiros são agrupados como *cash deposits* e derivam da necessidade de realizar pagamentos, sejam pessoais ou empresariais. Já os últimos se relacionam com a ideia do dinheiro como reserva de valor e funcionam de uma forma mais especulativa com relação ao comportamento futuro da taxa de juros.

Keynes discute, então, a distinção entre circulação industrial e circulação financeira. A primeira envolve questões relacionadas ao produto corrente e ao pagamento dos fatores de produção, enquanto a financeira se refere às decisões referentes aos estoques de

riqueza e às transações especulativas envolvendo, especialmente, títulos. Segundo o autor, os *income deposits* e boa parte dos *business deposits* fazem parte da circulação industrial, enquanto que a outra parte dos *business* e os *savings deposits* dizem respeito à circulação financeira.

Keynes considera a circulação financeira dotada de uma instabilidade muito maior que a industrial por conta de seu caráter notadamente especulativo. Os agentes optam por manter mais *savings deposits* se acreditam que os preços dos títulos financeiros vão cair (*bear position*). Se acreditam que tais preços vão subir, trocam seus depósitos por títulos (*bull position*). Tais opiniões podem convergir na mesma direção ou mostrar divergência. Sendo então essas posições baseadas em expectativas sobre um futuro incerto, são intrinsicamente marcadas pela instabilidade e podem afetar a circulação industrial, alterando a quantidade de dinheiro disponível para esta e a atratividade dos investimentos.

Embora em *Treatise* já se consiga ter alguns elementos de uma teoria keynesiana sobre as escolhas de portfólio, ainda não se tem nessa obra algo de concreto sobre a relação entre tais escolhas e a realização de investimentos produtivos, o que vem a ficar mais evidente com a Teoria Geral.

Em sua obra mais conhecida, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, Keynes (1992) associa a determinação do nível de emprego às decisões empresariais quanto à alocação de seus estoques de riqueza. Se optarem pela ampliação de sua capacidade produtiva, haverá geração de empregos. Contudo, o autor enfatiza que tal decisão se dá em um ambiente intrinsicamente marcado pela incerteza, ou seja, pela incapacidade de se prever o futuro. Exatamente por conta da incerteza quanto ao futuro, os agentes econômicos apresentam certa preferência pela liquidez. Entendendo o conceito de liquidez como a aceitabilidade de um determinado bem, pode-se dizer que o dinheiro é o bem mais líquido e representação da liquidez. Keynes argumenta, então, que em um ambiente marcado pela incerteza existem razões para se demandar moeda além da realização de transações, indo ao encontro do que houvera abordado em *Treatise*².

No capítulo 17 da *Teoria Geral*, Keynes (1992) discute fundamentalmente as escolhas de portfólio e as propriedades do dinheiro como um ativo. Keynes desenvolve a ideia de que todos os ativos possuem uma taxa de juros em termos deles próprios e parte para a explicação do porquê da taxa monetária de juros ser a referência em uma economia. O autor

² Se no *Treatise* Keynes discute as razões para se manter depósitos bancários, na *Teoria Geral* aborda os motivos para a preferência pela liquidez (transação, precaução e especulação). Apesar dos termos distintos, essencialmente podem ser tratados de maneira semelhante.

considera que os ativos possuem três atributos: ganhos originários da posse de ativo (q), custo de carregamento ($-c$) e liquidez (l). Tais atributos, aliados às variações nos preços dos respectivos ativos (a), são os fatores levados em consideração pelos agentes na composição de seu portfólio de ativos. O dinheiro é um ativo especial por ter o maior prêmio de liquidez e por possuir duas características exclusivas: 1) elasticidade de produção nula, ou seja, não se pode empregar mais mão-de-obra para produzir dinheiro quando sua demanda aumenta, já que a autoridade monetária detém o monopólio de sua produção; e 2) elasticidade de substituição nula, isto é, em caso de aumento da demanda por dinheiro, ela não pode ser satisfeita por nenhum outro produto. Essas duas características fazem com que a taxa monetária de juros, dentre todas as taxas específicas dos ativos, seja a mais resistente à queda e, por isso, a referência entre as taxas de juros. Tendo o dinheiro essas propriedades especiais dentre os ativos, o desejo por manter o dinheiro em sua forma líquida afeta negativamente a realização de investimentos para a produção de outras mercadorias e, por consequência, afeta também negativamente a geração de empregos.

Entende-se, portanto, que a raiz da instabilidade econômica para Keynes está nas diversas opções de alocação da riqueza de que dispõem seus proprietários sendo que uma delas, o investimento produtivo, é responsável pela geração de renda e emprego. A questão essencial é que tal opção exige a imobilização de recursos financeiros por um período de tempo relativamente longo, sendo caracterizada por um prêmio de liquidez muito baixo considerando-se um ambiente incerto.

Associando essas duas obras de Keynes, pode-se entender que a decisão de investimento surge da interligação entre a circulação industrial, representando uma decisão relativa à ampliação da capacidade de produção, e a financeira, uma vez que o empresário visa a um incremento de seu estoque de riqueza no futuro. Essa análise complementa o argumento de Keynes exposto na seção anterior (na qual a decisão de investir seria resultado da comparação entre EMgC e taxa monetária de juros), tornando-a mais complexa e precisa.

Outro autor que associa a instabilidade econômica às decisões de portfólio é Hyman Minsky. O autor em questão inclusive intitula um de seus mais importantes livros com o nome de *John Maynard Keynes* (Minsky, 2011), realizando nesta obra uma releitura da *Teoria Geral*, criticando alguns pontos nos quais considerou a abordagem de Keynes insuficiente ou incompleta e procurando complementá-la. Minsky introduz o lado dos passivos na teoria de alocação de recursos em um portfólio de ativos realizada por Keynes no capítulo 17 da *Teoria Geral*.

Minsky (2011) identifica três pontos fundamentais da análise keynesiana: a existência de ciclos econômicos, a incerteza e a relação entre investimento e desequilíbrio. Sobre o primeiro ponto, Minsky enfatiza que a dinâmica econômica é marcada por flutuações e que é a própria fase de crescimento que carrega as sementes da depressão. O autor, na sequência, aborda o papel fundamental da incerteza na teoria keynesiana, destacando as relações entre a decisão de investir e o tempo, sendo a decisão de investimento tomada visando um rendimento no futuro, que é absolutamente desconhecido. Por fim, Minsky discute a ausência de equilíbrio como característica de uma economia capitalista. O desequilíbrio vem da própria instabilidade do investimento, algo que Keynes já havia dito, e da instabilidade das condições de financiamento das decisões de gasto. Em outras palavras, o investimento e o crescimento econômico flutuam em virtude das escolhas de portfólio, condições financeiras e incerteza.

Na sequência de sua argumentação, o autor evidencia ainda mais a centralidade das finanças capitalistas para a compreensão da economia. Minsky entende que cada unidade econômica pode ser caracterizada por meio de seu portfólio, composto por ativos tangíveis e financeiros e por passivos financeiros. Os rendimentos e negociações dos ativos geram um determinado fluxo de caixa, assim como os passivos incorrem na necessidade de se destinar parte desses fluxos para que as obrigações financeiras sejam honradas. Em outros termos, entende-se a partir de Minsky que toda decisão referente à alocação de ativos em um portfólio vem acoplada de uma decisão quanto à forma de financiamento daquele ativo, se com capital próprio ou com capital de terceiros, sendo assim relevante o entendimento das condições de financiamento e do comportamento dos bancos e instituições financeiras.

Minsky (2011) destaca uma categoria especial de ativo, o dinheiro ou as quase-moedas (*near money*), que concede certa tranquilidade frente aos compromissos financeiros em virtude de seu prêmio de liquidez. As quase-moedas são títulos dotados de alto grau de liquidez, podendo ser convertidos em dinheiro de maneira praticamente imediata.

Ao tratar especificamente das escolhas de ativos para a composição de um portfólio, Minsky (2011) reescreve as definições dos atributos dos ativos (q , $-c$ e l) ao discorrer sobre o valor dos ativos de capital. O autor define o atributo q como a quase-renda, isto é, o rendimento ou fluxo de caixa esperado da posse ou das negociações de tal ativo. O segundo atributo ($-c$), que Keynes chamou de custo de carregamento, Minsky denomina de custo financeiro, ou seja, o custo associado aos compromissos assumidos para financiar a aquisição de tal ativo. Vale ressaltar que Minsky considera uma economia na qual os preços

dos bens de capital são elevados, levando à necessidade de se recorrer a fontes externas para financiar suas compras. Quanto ao *l*, Minsky segue Keynes ao defini-lo como atributo de liquidez, porém acrescenta o fato de que a liquidez confere certa tranquilidade frente aos compromissos financeiros assumidos. Levando em conta esses atributos, o autor atenta para a grande fonte de instabilidade em uma economia capitalista: como tomar as decisões de portfólio, em condições de incerteza, de modo que os fluxos de caixa decorrentes dos ativos sejam superiores aos custos envolvidos com seu financiamento.

Minsky (2011) entende que os preços dos ativos são resultantes dos três atributos expostos anteriormente, seguindo lógica diferente dos preços correntes e se apresentam muito mais voláteis que estes. Dessa forma, Minsky se afasta de forma contundente da noção de equilíbrio da economia clássica, ideia da qual Keynes chega a se aproximar em alguns pontos da *Teoria Geral*.

Na obra de Minsky aparece, portanto, uma compreensão mais completa das decisões de portfólio, com a inclusão de ativos que são quase-moedas e, fundamentalmente, da discussão sobre o lado dos passivos, tendo em vista que a economia capitalista vai se tornando mais complexa e as formas de financiar as decisões ativas extrapolam os estoques de riqueza pertencentes a cada agente econômico.

Alguns autores de escolas que fizeram parte do *mainstream* econômico também apresentam pontos relevantes para a discussão das escolhas de portfólio. Em seu ensaio intitulado *As Duas Tríades*, Hicks (1967) propõe uma interpretação dos três motivos relacionados por Keynes para a demanda por moeda (transação, precaução e especulação) à luz das três funções do dinheiro (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor). Hicks entende que o motivo transação se refere a uma demanda não voluntária pela moeda, em suas funções de meio de troca e unidade de conta, relacionada ao padrão de transações na economia. Na sequência, o autor discute a demanda voluntária por dinheiro, referente aos motivos precaução e especulação, relacionando-a à função de reserva de valor. É importante enfatizar que Hicks compreende que o dinheiro funciona como reserva de valor em decorrência exatamente de suas outras funções. Em outros termos, o dinheiro pode ser estocado porque futuramente poderá ser utilizado como meio de troca. Nesse sentido, ao decidir alocar dinheiro em seu portfólio de ativos, um agente espera um rendimento certo (mesmo que igual a zero) e a possibilidade de mudança de posição a qualquer momento, exatamente pela liquidez plena que marca o dinheiro.

Hicks (1967) discute também a existência de graus diferenciados de liquidez entre os ativos, introduzindo a ideia de espectro de liquidez. O dinheiro seria o ativo plenamente líquido, mas existiriam outros ativos dentro desse espectro marcados por um alto grau de liquidez, isto é, que possibilitariam uma troca de posições dentro do portfólio com baixos custos de transação.

Aos discutir as escolhas de ativos para a composição dos portfólios, Hicks os classifica em ativos em operação (*running assets*), ativos de reserva e ativos de investimento. O primeiro tipo se refere aos ativos que estão sendo utilizados no momento, por exemplo, a capacidade produtiva em operação. O segundo tipo se refere aos que podem ser colocados em operação se necessário e o terceiro aos que conferem um rendimento esperado no futuro. O autor considera a liquidez um atributo fundamental dos ativos de reserva e o rendimento futuro a característica essencial dos ativos de investimento.

Outro autor que discute, de certa maneira, as decisões de portfólio é Milton Friedman. Em seu texto *A teoria quantitativa da moeda – uma reafirmação*, Friedman (1997) entende a moeda como um ativo qualquer demandado pelos agentes na composição de seus portfólios, decisão que se dá levando em conta a riqueza prospectiva ao longo da vida (conceito de renda permanente), a comparação entre os preços e retornos dos distintos ativos e os gostos e preferências dos agentes. Friedman classifica os ativos componentes dos portfólios em cinco categorias, cada uma com um tipo específico de retorno: moeda, títulos, ações, bens físicos e capital humano. No caso da moeda, esse retorno apareceria na forma de segurança e comodidade. No que se refere ao capital humano, aplica-se o conceito de renda permanente, entendendo-se que gastos com a formação de um indivíduo levariam a maiores remunerações no futuro. Para os demais ativos, tem-se, de modo geral, um retorno esperado e um movimento de variação nos preços.

Hicks traz algumas contribuições importantes ao debate, como a ideia de espectro de liquidez, assim como Friedman também trata dos atrativos de cada um dos tipos de ativos. Contudo, realizando uma revisão crítica com base em Keynes e Minsky, percebe-se nessas abordagens a ausência da incerteza e, por consequência, da preferência pela liquidez. A demanda por moeda como reserva de valor na composição dos portfólios é relacionada por Hicks e Friedman à possibilidade de exercício de suas duas outras funções no futuro, desaparecendo fundamentalmente a questão da incerteza.

Considerando então que o investimento é resultado das decisões de alocação de ativos em um portfólio e da forma de financiá-los, Crotty e Goldstein (1992b) desenvolvem

um modelo das decisões de investimento em uma perspectiva keynesiana/minskyana, dando ênfase à incerteza, às condições de financiamento e à concorrência. Os autores identificam três grupos de variáveis.

O primeiro grupo seria composto por variáveis relacionadas à subjetividade dos gestores, essencialmente o otimismo com relação ao desempenho do mercado no futuro e a confiança em sua capacidade de prever o futuro em um ambiente incerto. O segundo grupo de variáveis diz respeito à situação financeira da firma, incluindo o estoque inicial de dívidas, os ativos líquidos da firma e a taxa de juros da economia. Já o terceiro é composto apenas pela margem de lucro, determinada pelas condições de concorrência do setor.

Para Crotty e Goldstein, portanto, além de fatores mais objetivos, como as condições financeiras e a concorrência do setor, há fatores subjetivos importantes nas tomadas de decisão de alocação de ativos, em especial na aquisição de bens de capital, considerando o conceito keynesiano de incerteza radical. Agentes diferentes reagem de formas distintas à incerteza quanto ao futuro.

Na sequência deste trabalho, então, considera-se essa visão de portfólio do investimento, sendo este resultado de escolhas quanto à alocação de ativos por parte das empresas em busca de valorização. Seguindo a perspectiva minskyana, é importante também analisar as condições de financiamento dessas decisões referentes aos ativos, algo que será discutido na sequência.

1.4 O investimento e seu financiamento

Nos itens anteriores abordamos a questão das decisões dos agentes econômicos quanto à alocação de ativos em um portfólio e, conseqüentemente, das decisões de ampliação da capacidade produtiva, cabe agora analisar as condições de financiamento desses ativos. Como abordado na seção anterior, Minsky já atentara para a importância de se entender como são financiadas as decisões de alocação de ativos.

Esse financiamento pode se dar com a utilização de capital próprio, através reinvestimento de lucros ou aporte de acionistas, ou com capital de terceiros, via empréstimos, emissão primária de ações ou negociação de títulos de dívida. Entende-se, então, que as fontes de recursos para aquisição dos ativos vão muito além de fontes internas ao agente, não sendo necessária acumulação prévia para a realização de investimento no âmbito da empresa.

Já no âmbito macroeconômico, um dos pontos que mais gera polêmica no âmbito das discussões econômicas diz respeito à necessidade ou não de poupança prévia para a realização de investimentos, considerando a identidade contábil existente entre essas variáveis. A polêmica está no sentido da determinação. O arcabouço neoclássico considera que é necessário haver poupança para que o investimento seja realizado e é através da taxa de juros que essa igualdade se faz presente. Ou, nos termos da Teoria dos Fundos Empréstáveis, a taxa de juros equilibra oferta e demanda de recursos disponíveis para empréstimos. Keynes, por sua vez, critica tais abordagens mostrando que a poupança é um resíduo decorrente de um gasto com investimento e, portanto, não há necessidade de se ter uma prévia renúncia ao consumo, ou disponibilidade prévia de recursos empréstáveis, para que haja o investimento.

Keynes aborda essa questão introduzindo em seus textos pós-Teoria Geral o conceito de *finance*. O autor entende o *finance* como a demanda por recursos líquidos que dariam início a um projeto de investimento (Keynes, 1938), considerando-o como o quarto motivo de preferência por liquidez³. Para mostrar que não há necessidade de poupança prévia para esse financiamento, Keynes (1937a) recorre ao poder que os bancos possuem de criar endogenamente meios de pagamento, ou moeda bancária. Dessa forma, a demanda por *finance* pode ser satisfeita pela simples criação de moeda bancária⁴, sem qualquer necessidade de poupança prévia. Keynes (1938) considera, assim, que a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de recursos líquidos e é influenciada pela atuação dos bancos enquanto provedores de tais recursos.

Em Keynes (1937b), o autor, em debate com Ohlin, afirma que o *finance* utilizado para colocar em prática uma decisão de investimento não possui relação com uma decisão de poupar *ex-ante*. O poupador *ex-ante*, ou seja, aquele que decide renunciar ao consumo antes de receber seu fluxo de renda, não dispõe do que o investidor deseja, que são os recursos líquidos. Quem é capaz de fornecê-los são os bancos. Entende-se, portanto, que a identidade entre poupança e investimento não ocorre *ex-ante*, e sim *ex-post*, com a poupança aparecendo como resíduo ou como a parcela não consumida de um fluxo de renda gerado a partir de decisões de gasto.

Keynes (1937b) afirma claramente que os bancos exercem uma posição chave nesse processo, uma vez que estes têm o poder de proporcionar ou não os recursos líquidos demandados para a realização dos investimentos.

³ Os outros três motivos seriam transação, precaução e especulação, como definidos na Teoria Geral.

⁴ Em *Treatise on Money*, Keynes discorre sobre a capacidade dos bancos de criar meios de pagamento, através da criação de depósitos em uma operação meramente contábil. O autor reconhece nesta obra que o dinheiro bancário em circulação supera em muito o montante de papel moeda emitido pela autoridade monetária.

Em outro texto (Keynes, 1939), o autor utiliza seu conceito de *finance* em um debate sobre o processo de formação do capital. Em tal texto, Keynes enfatiza que existe uma diferença entre “fundos disponíveis para investimentos” e *finance*, sendo que este último não depende da poupança prévia e é considerado pelo autor como um fundo rotativo à disposição dos empresários. Além disso, o autor também enfoca no fato de que é o gasto que gera renda, evocando o princípio da demanda efetiva para explicar que a poupança (renda) é resultado do investimento (gasto), e não o contrário.

O autor, contudo, chama atenção para mais um ponto relevante. Apesar de o *finance* possibilitar o processo de investimento, este não se sustenta apenas com esse crédito, em geral de curto prazo. Keynes (1937a) destaca que é necessário que o empresário investidor busque, de alguma maneira, alongar o prazo de sua dívida, através, por exemplo, da venda de títulos de dívida de longo prazo ou de ações, para que o investimento se mantenha sustentável. Isso se convencionou chamar de *funding* na literatura pós-keynesiana (Davidson, 1986). O que viabilizaria o *funding* seriam as decisões referentes à alocação dos estoques de riqueza, ou seja, das “poupanças” acumuladas em diversos períodos e não a poupança enquanto fluxo macroeconômico.

Portanto, Keynes, em seus textos pós-Teoria Geral, participa ativamente do debate acerca da não necessidade de poupança prévia para o financiamento do investimento e, dentro dessa argumentação, desenvolve o conceito de *finance*. O autor, ainda, destaca que sua teoria da taxa de juros se relaciona com o conceito de preferência pela liquidez exposto na Teoria Geral, sendo influenciada pelas decisões dos poupadores em manter sua riqueza entesourada ou em aplicações financeiras. Keynes não deixa de levantar a questão da sustentação do investimento enquanto decisão de longo prazo remetendo, embora não desenvolvendo profundamente, à alocação dos estoques de riqueza entre aplicações de curto e longo prazo.

Voltando às contribuições de Hyman Minsky (2011) acerca do financiamento, este autor entende que qualquer decisão referente à alocação de ativos em um portfólio vem associada a uma decisão de como financiar tais ativos, sendo o investimento, em última instância, um fenômeno financeiro. Dessa forma, os fluxos de renda gerados pelos ativos devem ser suficientes para fazer frente aos compromissos financeiros assumidos, caso contrário a empresa estará frágil financeiramente.

Levando em conta os recebimentos e pagamentos, Minsky desenvolve uma tipologia dos fluxos de caixa. Uma determinada unidade econômica se encontra em situação *hedge* quando os fluxos gerados por seus ativos são suficientes para o pagamento de suas

obrigações financeiras, entendidas como juros e amortizações. Se os fluxos gerados forem insuficientes para o pagamento das amortizações, mas conseguirem honrar o pagamento dos juros, a postura desta unidade econômica recebe a denominação de *especulativa*. Nessa condição, especula-se conseguir condições para refinanciamento ao menos idênticas às atuais no curto prazo e obter maiores retornos no futuro, que possibilitem à firma passar à condição de *hedge*. Por fim, se os fluxos gerados forem insuficientes para os pagamentos de juros, levando muitas vezes à necessidade de se recorrer a novas dívidas ou venda de ativos para o pagamento de suas obrigações financeiras, a postura financeira desta empresa é classificada como *ponzi*.

É importante ressaltar que tais posturas se referem a um determinado momento no tempo, podendo se alterar em virtude de algum acontecimento interno ou externo à empresa. Por exemplo, em um cenário de crise os bancos tendem a preferir mais liquidez, isto é, cobrar juros mais elevados para concessão de empréstimos. Essa mudança de comportamento dos bancos pode alterar a postura financeira das empresas, que podem passar de *hedge* para *especulativa* ou ainda *ponzi*.

Se Keynes e Minsky conferem grande importância ao crédito, outros autores destacam o papel das fontes internas de recursos para o financiamento do investimento. Kalecki (1990), mesmo considerando que o investimento não depende de poupança prévia, indica a poupança bruta das firmas como um dos determinantes do investimento. Cabe destacar aqui que a poupança a que Kalecki se refere não é aquela do sentido utilizado em macroeconomia, referente à renda não dispendida com consumo. O autor se refere à acumulação interna da empresa, ou seja, está tratando de estoques, que são, sim, responsáveis pelo financiamento de grande parte dos investimentos. Kalecki não nega o papel do crédito como fomentador do investimento, contudo, entende que a acumulação prévia da firma é importante também para o acesso às finanças externas a ela. Isso corresponde ao que autor chama de “princípio do risco crescente”, que seria equivalente ao risco do tomador se tornar inadimplente. Dessa forma, pode-se entender a poupança bruta como uma *proxy* do tamanho da empresa e de sua capacidade de honrar as dívidas assumidas, garantindo seu acesso ao mercado de crédito, e que as finanças podem sim representar um limitante às decisões de investimento. Outro fator que Kalecki destaca a respeito do financiamento das decisões de investimento é sobre sua relação com a taxa de juros. O autor considera que a taxa de juros de curto prazo pouco influi na tomada de tais decisões, sendo relevante apenas a taxa de longo prazo, utilizada para o financiamento da ampliação da capacidade produtiva. Percebe-se,

então, que da abordagem do autor polonês o único mecanismo no qual os juros afetam o investimento é exatamente através de seu financiamento, estando ausente a questão das decisões de portfólio.

Ainda destacando as fontes internas de financiamento, Adrian Wood (1980) desenvolve uma teoria a respeito dos lucros entendendo que a fixação das margens depende dos projetos da empresa em relação a seus investimentos no longo prazo. Para o autor, o objetivo das empresas é aumentar suas receitas com vendas e sua parcela de mercado e, para tanto, é necessário aumentar sua capacidade produtiva através da aquisição de ativos fixos, ou seja, realizar investimento. A aquisição de tais ativos deve ser, então, financiada internamente, através de lucros acumulados, ou externamente, com a obtenção de empréstimos.

Wood entende, então, que as empresas tomam suas decisões na seguinte ordem: 1) ampliação de suas receitas com vendas; 2) aquisição de ativos fixos que permitam expansão da capacidade de produção; 3) fixação da margem de lucro que permita financiar a expansão de seus ativos fixos. O autor entende que quando se define a margem de lucro já se leva em conta que parte dos investimentos serão financiados com recursos externos (de terceiros), que, contudo, não serão a fonte primordial de financiamento.

A hipótese de Wood a respeito do financiamento dos investimentos vai ao encontro da abordagem de Harcourt e Keynon (1976), que afirmam que a definição da margem de lucro se dá com a expectativa de um determinado montante de lucros que sejam suficientes para o financiamento de suas decisões de investimento. Os autores conferem grande ênfase ao fato de tratarem de estruturas de mercado oligopolísticas, se diferenciando das abordagens neoclássicas de mercados em concorrência perfeita.

As duas abordagens acima se relacionam com a ideia de Steindl (1983) a respeito da acumulação interna de lucros e a destinação destes para o financiamento da expansão da capacidade, conforme descrito no item 1.2.1.

Após a exposição das visões acerca da utilização de fontes internas ou externas de financiamento, cabe uma breve discussão acerca de quais são as possibilidades de se obter capital de terceiros. De acordo com Zysman (1983), os sistemas de financiamento podem ser classificados, de acordo com suas características históricas e institucionais, em dois tipos, sendo que o segundo possui outros dois desdobramentos.

O primeiro tipo de sistema financeiro seria o encontrado nos países de origem anglo-saxônica, especialmente Inglaterra e Estados Unidos. Esse tipo é denominado *capital market-based* (Sistema Financeiro baseado no Mercado de Capitais), cuja definição se faz

clara com a própria nomenclatura, tendo então no *capital market-based* uma predominância do financiamento via abertura de capital e negociação de títulos de dívida. Neste sistema há uma clara divisão entre o crédito proporcionado pelos bancos e o financiamento proveniente do mercado de capitais. O primeiro desempenha um papel de financiador de curto prazo, para capital de giro das empresas enquanto o segundo tem por função o financiamento das decisões de gasto com investimento, ou seja, gastos de longa maturação. É rara, dentro desse sistema, a recorrência ao setor bancário para operações de crédito de longo prazo, papel institucionalmente desempenhado pelo mercado de capitais. Desse modo, caso a empresa demandante de financiamento encontre dificuldades de negociação de seus títulos de dívida ou ações (no caso de emissão primária) no mercado enfrentará graves problemas quanto ao financiamento de seus investimentos.

Em oposição ao *capital market-based* aparece o *credit-based* (Sistema Financeiro baseado no Crédito), ou seja, há a predominância dos empréstimos bancários em detrimento do mercado de ações e títulos. O *credit-based* se abre em duas vertentes. A primeira delas conta com a regulação e direcionamento do financiamento por parte do Estado e a segunda é marcada pela predominância do setor privado, com alianças entre a indústria e o sistema financeiro.

O sistema baseado no crédito e administrado pelo governo se mostra presente, por exemplo, no Japão e na França. Com o predomínio do crédito para o financiamento de longo prazo dos investimentos da economia, os mercados de capitais desses países apresentam-se em dimensões muito menores em relação aos Estados Unidos e à Inglaterra. Enquanto no *capital market-based* a capacidade de intervir por parte do governo é praticamente nula, neste sistema essa intervenção se dá da forma mais ampla entre os três sistemas até aqui apresentados. Dessa forma, os movimentos especulativos são controlados e há ajustes conscientes e direcionamentos das movimentações financeiras de acordo com opções de estratégia governamental, facilitando a implementação de políticas industriais que visam o desenvolvimento de setores críticos e a minimização dos gargalos da economia.

O outro sistema, baseado no crédito e administrado por organizações bancárias e empresas privadas, tem como exemplo clássico a Alemanha e seus grandes conglomerados. Este sistema é marcado por uma aliança estreita entre o capital bancário e o industrial, ou seja, há facilidade para a obtenção de crédito no setor bancário privado para o financiamento de longo prazo dos investimentos do setor industrial. O mercado de capitais, nesse caso, também

é pouco representativo se comparado aos países anglo-saxões e o nível de especulação financeira é relativamente baixo.

Dessa revisão das contribuições teóricas sobre decisões de portfólio e de financiamento extraem-se elementos essenciais para a análise que segue. Procura-se então analisar as escolhas dos agentes no capitalismo contemporâneo com relação à rentabilidade, liquidez e condições de financiamento. Na seção seguinte procuramos definir o contexto em que ocorrem as decisões de investimento nesse capitalismo contemporâneo.

1.5 Capitalismo contemporâneo e decisões de investimento

Durante a década de 1970 observa-se um movimento de transformação no padrão de acumulação capitalista, acompanhado pela emergência das políticas de liberalização comercial e financeira na década seguinte. O cenário característico dos anos de ouro (do período pós-segunda guerra até meados dos anos 1970) nos países centrais, marcado pela forte presença do Estado, pelo *welfare state*, pelas altas taxas de crescimento econômico, pela regulação dos mercados financeiros e pela tentativa de promoção do pleno emprego dá lugar ao capitalismo predominantemente financeiro e caracterizado por uma desaceleração e aumento das oscilações do crescimento econômico dos países centrais (Belluzzo, 1995).

Chesnais (2005) entende como característica fundamental dessa nova configuração do capitalismo a predominância da acumulação de capital sem que seja necessário sair da esfera financeira, possibilitando aumento de riqueza aos seus detentores sem a necessidade da realização de investimentos produtivos. Tal fenômeno se tornou possível em virtude da globalização e da liberalização financeira, que propiciaram ao capital financeiro internacional a busca pela valorização sem limites geográficos. Nesse contexto, surgem termos como “financeirização”, “dominância financeira”, entre outros, para caracterizar o período em questão.

Como agente importante do capitalismo contemporâneo, Epstein e Jayadev (2006) realizam uma discussão do que chamaram de classe rentista. Tal classe é descrita como ativa, fomentando e lucrando com o processo de financeirização, em contraponto à visão marxista do investidor sem função, o qual recebia tal denominação por obter ganhos de juros sem colocar o capital em operação.

A classe rentista se apropria do que os autores chamaram de renda rentista, definida por eles como os lucros de empresas do setor financeiro somada à renda de juros

apropriada pelo restante do setor privado. Ou seja, a classe rentista não é representada apenas pelos bancos ou instituições financeiras, mas por todos os agentes privados que possuem ativos financeiros em seus portfólios. Epstein e Jayadev (2006) identificam que a partir dos anos 1970 a parcela da renda rentista sobre o Produto Nacional Bruto (PNB) dos países da OCDE vem aumentando e buscam explicações para tal fenômeno.

Os autores elencam, então, quatro fatores que levaram à expansão da renda rentista. O primeiro seria a direção da política monetária adotada pelos principais países capitalistas a partir dos anos 1980, centrada no combate à inflação através de juros elevados, o que claramente favorece os ganhos de quem possui ativos que rendem juros. O segundo fator seria a liberalização financeira, responsável pela ampliação dos espaços para a valorização do capital especulativo, que praticamente não tem limites geográficos para a obtenção de ganhos de juros. O terceiro fator, a política de austeridade fiscal, também característica do período pós-anos 1970, teria um duplo impacto sobre a renda rentista. Por um lado, a contenção de gastos por parte dos governos reduz os montantes de pagamentos a rentistas, mas por outro é um importante indicativo de comprometimento dos governos com a sustentabilidade da dívida pública, aumentando a confiança na sua capacidade de pagamento e na existência de um ambiente com inflação estável.

Os três fatores supracitados levam a uma preferência por ativos financeiros em detrimento de ativos físicos, em especial bens de capital, pois, além de possuírem maior grau de liquidez, ainda oferecem retornos vantajosos.

Já o quarto fator elencado pelos autores para o aumento da parcela da renda rentista envolve uma questão política. O menor dinamismo econômico levou à redução do ritmo de geração de postos de trabalho, aumentando o desemprego e consequentemente reduzindo o poder de barganha dos sindicatos. Dessa forma, as remunerações dos trabalhadores permaneceram praticamente estagnadas em termos reais enquanto as condições de valorização dos ativos financeiros apresentavam-se bastante atrativas.

A análise de Robert Guttman ajuda a clarificar os fenômenos relacionados à financerização. De acordo com o autor norte-americano, a financerização pode ser entendida por três facetas: a redistribuição de renda, a prática de governança corporativa centrada na maximização do valor ao acionista e o desacoplamento entre lucros e investimentos.

No que diz respeito à redistribuição da renda, Guttman (2008) aponta que os rendimentos reais permanecem estagnados em decorrência da baixa geração de empregos e a renda concentra-se nas mãos dos detentores de ativos no mercado financeiro.

Sobre a segunda faceta, Guttman (2008) compreende o alcance cada vez maior do mercado de capitais, tanto no que se refere à abertura de capital por parte das empresas quanto no tocante ao acesso a estes por parte principalmente de investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos mútuos. Dessa forma, fica evidente uma separação entre os donos das empresas (acionistas) e os gerentes. Dentro desse contexto, o principal objetivo dos gerentes das grandes empresas de capital aberto, sob pressão dos principais acionistas (na maioria dos casos investidores institucionais), passa a ser a maximização do valor aos detentores de ações. Os acionistas passam a exigir balanços em periodicidade relativamente curta, em geral trimestralmente, que demonstrem a saúde financeira da empresa. Assim, os gerentes priorizam a aplicação dos recursos da empresa e operações que apresentem lucros mais altos em um espaço de tempo mais curto, caracterizando o curto prazismo na gestão de ativos. Assim, quando os investimentos ocorrem, há um favorecimento de fusões e aquisições em detrimento da construção de novas plantas produtivas.

A terceira faceta da financeirização que Guttman (2008) destaca é o desacoplamento entre lucros e investimentos. Esta faceta se relaciona diretamente com a primeira. Uma vez que os gestores, pressionados em demonstrar resultados aos acionistas, alocam boa parte dos recursos da empresa em aplicações financeiras ou investimentos que apresentem um retorno mais rápido (fusões e aquisições), o reinvestimento dos lucros operacionais na forma de ampliação da capacidade produtiva se mostra mais escasso.

A citação a seguir sintetiza bem as duas últimas facetas aqui expostas bem como a relação entre elas:

O investimento envolve dispêndios com custos e adiamento de benefícios imediatos, portanto, tende a primeiramente reduzir os lucros para depois impulsioná-los... algo não muito bem-aceito quando o foco primário tornou-se o lucro trimestral. Há, é claro, a alternativa muitas vezes mais barata de comprar a capacidade de produção já existente no mercado (de ações) de controle corporativo por meio de fusões e aquisições. (GUTTMANN, 2008: 13).

Nesse sentido, de acordo com Lazonick e O'Sullivan (2002), a retenção e reinvestimento dos lucros dá lugar à busca por maximizar de maneira mais rápida possível os lucros e distribuir os dividendos entre os acionistas. Do mesmo modo, com a facilidade de ganhos operacionais no mercado financeiros, a obtenção de lucros totais passa também a não depender apenas da realização de investimentos que representam realmente criação de capacidade produtiva e postos de trabalho, os chamados *greenfield investments*.

Cabe então caracterizar as grandes empresas que tomam as decisões de investir no capitalismo contemporâneo. Karl Marx, no capítulo 23 do livro I de *O Capital*, apresenta o conceito de centralização do capital, essencial para a compreensão do capital financeiro e dos rumos que seguem um desenvolvimento capitalista. O termo “centralização” diz respeito à junção de capitais para a formação de um bloco de capitais maior. Esse papel de centralização de capitais é exercido, em grande parte, por bancos ou pelo mercado acionário quando canalizam recursos para o financiamento de grandes empresas. Outra forma de se entender a centralização, especialmente nos tempos atuais, é a ocorrência de fusões e aquisições entre grandes empresas.

Marx considera que a centralização do capital é algo característico do desenvolvimento capitalista, ou seja, tal processo se mostra mais relevante conforme o capitalismo se encontra em um estágio mais avançado. Trazendo a discussão para o plano histórico, uma indústria típica da II Revolução Industrial (por exemplo, a siderúrgica), exige um aporte inicial de investimentos muito mais volumoso que uma indústria têxtil. Portanto, a centralização de capitais e a disponibilidade de mecanismos de financiamento se faz indispensável para uma indústria desse porte.

Nessa linha, dois importantes autores também perceberam a importância da centralização de capitais e deram valiosas contribuições: são eles Rudolf Hilferding e John Hobson. O primeiro, olhando para o caso da Alemanha, trabalhou com o conceito de “capital financeiro”, que viria a ser fusão das formas parciais do capital (a saber, capital mercantil, capital industrial e capital bancário) sob interesses comuns de valorização do capital (seja na indústria ou através de atividades rentistas) e com importância significativa do capital bancário enquanto financiador. Hilferding (1985) considera que os bancos detêm esse poder exatamente por realizarem a centralização de capitais e financiarem os investimentos industriais, sendo então os proprietários do capital. Em síntese, podemos entender o capital financeiro como um poder de angariar grandes massas de capital e com elas trabalhar em busca da valorização, seja através da atividade industrial ou do rentismo. Hobson (1983) realiza tal análise para os Estados Unidos, país no qual grande parte do financiamento das decisões de investimento provém do mercado de capitais. Contudo, assim como Hilferding, Hobson também enfatiza o grande poder do financista (*financier*) nas relações econômicas e sociais.

O capital financeiro assume simultaneamente as duas dimensões da acumulação, a produtiva e a monetária, seja na indústria ou através de atividades rentistas, resultando em

uma estrutura monopolista. Em síntese, podemos entender o capital financeiro como o poder de angariar grandes massas de capital e com elas trabalhar em busca da valorização, de forma livre e líquida.

Tavares e Belluzzo (2009) apontam para as grandes corporações como as representantes contemporâneas desse capital financeiro apresentado por Hilferding e Hobson. Os autores citados entendem essas corporações como grandes massas de capitais centralizados e que direcionam suas atividades tanto para a produção quanto para os ativos financeiros. Tal análise vai ao encontro do argumento de Braga (2000). Para este autor, as grandes corporações no capitalismo contemporâneo tem em sua função objetivo tanto a valorização do capital na esfera financeira quanto a continuidade de suas atividades produtivas com desenvolvimento tecnológico. Tais empresas tornaram-se grandes grupos multissetoriais dinâmicos, que deslocam suas atividades de acordo com as oportunidades de rentabilidade em cada momento e concorrem em uma mesoestrutura, sendo essa concorrência entre grandes capitais centralizados e não limitada a um ou outro setor de atividade.

Uma vez caracterizados os agentes como grandes corporações marcadas por ter a capacidade de mobilizar enormes massas de capital com a preocupação de manter a mobilidade e a flexibilidade, é possível entender que essas corporações buscam valorização tanto na esfera produtiva, comercial ou financeira. Entende-se que tais agentes tomam decisões de onde alocar seus recursos entre diversos ativos disponíveis. Para fins analíticos, em um primeiro momento, podem-se classificar os ativos que compõem um portfólio em 1) moeda, 2) ativos financeiros (títulos e ações basicamente) e 3) ativos físicos (bens de capital, imóveis ou outros bens físicos). Da maneira como foram expostos, estão classificados em ordem decrescente de liquidez, sem deixar de considerar que dentro de cada uma das categorias há ativos com diferentes graus de liquidez.

Conforme discorre Possas (1993), as firmas dentro de um sistema capitalista de concorrência sob condições de oligopólio devem constantemente investir na diferenciação em relação a seus concorrentes, de modo a se manter competitiva no mercado prosseguir seu processo de acumulação de capital. Além disso, o valor das ações de uma empresa varia, em certa medida, de acordo com sua posição no mercado frente aos concorrentes. Assim, a realização de investimentos, em especial num contexto de acirrada competição global, é indispensável.

Desse modo, as empresas acabam enfrentando esse dilema entre obter uma valorização de curto prazo e se manter competitiva com a realização de investimentos. As

soluções encontradas para este dilema estão em três pontos chaves: redução de custos, flexibilidade e liquidez. Tais pontos moldam as decisões das empresas quanto a investimento e produção, conforme discorreremos a seguir.

No que toca às novas estratégias empresariais, Braga (1998) se pauta nas observações de Chandler, considerando as inovações sem precedentes históricos no comportamento e na gestão organizacional. Nas palavras de Chandler:

Dentre as várias mudanças recentes no crescimento, gestão e financiamento da moderna empresa industrial, seis não têm precedentes históricos. Estas incluem: a adaptação a uma nova estratégia de crescimento – aquela de ingressar em novos mercados em que capacidades organizacionais originárias da empresa não oferecem vantagens competitivas; a separação gerencial entre a cúpula administrativa da corporação e a gestão intermediária nas divisões operacionais; o amplo e continuado desapossamento de unidades operacionais; a compra e venda de corporações como um negócio específico em si mesmo; o papel representado por gestores de portfólio nos mercados de capitais; e a evolução desses mercados de capitais para facilitar a emergência do que tem sido designado como um mercado para o controle de corporações. Todas essas mudanças estão inter-relacionadas. (Chandler, 1990: p. 621 – tradução nossa).

As três últimas características citadas (compra e venda de corporações como um negócio específico em si mesmo; o papel dos gestores de portfólio nos mercados de capitais; e a evolução desses mercados de capitais para facilitar o controle de corporações) dão a clara noção da obtenção de ganhos financeiros como um fim em si mesmo. Do mesmo modo, a primeira das características apontadas (adaptação a uma nova estratégia de crescimento) confere a ideia da busca das empresas pela ampliação do alcance de seus mercados, o que no capitalismo contemporâneo ocorre primordialmente por meio de fusões e aquisições.

Quanto às decisões sobre ampliação da capacidade produtiva, estas acabam ocorrendo muitas vezes, como já abordado, por meio de fusões e aquisições. Uma vez que não é interessante para as empresas, nessas condições, imobilizar um grande volume de capital na forma de investimentos para obter retornos apenas após um longo período de tempo, as decisões de ampliação da capacidade produtiva através da realização de operações de fusão e aquisição se dão de uma forma em que se eliminam alguns custos, sejam eles de entrada em um novo ramo ou em uma nova localidade (Penrose, 2006), além de garantirem um retorno financeiro mais rápido que a construção de uma nova planta.

Carneiro (2002) também explicita algumas vantagens que a realização de investimentos através de fusões e aquisições traz às empresas individualmente nesse contexto de acirrada concorrência internacional e predominância da esfera financeira. São elas aumentar mais rapidamente o *market share*, alcançar economias de escala e sinergia no núcleo de atividades e ganhar acesso a novas tecnologias, mercados e canais de distribuição, minimizando os riscos.

Desse modo, percebe-se que a grande empresa verticalizada característica dos anos de ouro, que possuía sob seu domínio todos os elos da cadeia produtiva, conforme descrito por Chandler (1990), torna-se ineficiente nesse novo contexto em virtude, principalmente, da necessidade de um grande montante de capital imobilizado e da falta de focalização. A empresa chandleriana verticalizada dá lugar a um tipo de empresa que concentra seus esforços em seu core business e na propriedade de ativos intangíveis como tecnologia, diferenciação do produto, marca e gestão empresarial (Sarti e Hiratuka, 2010). A citação a seguir descreve as principais características da “nova” empresa:

Vários dos movimentos estratégicos característicos das grandes empresas nesse período podem ser interpretados a partir dessa lógica: movimentos intensos de fusões e aquisições, a extensiva utilização de acordos de colaboração tecnológica e de P&D entre concorrentes, o estreitamento nas relações e maior interatividade com clientes e fornecedores, o redirecionamento e concentração de esforços nas áreas consideradas *core business* com vendas de áreas consideradas não estratégicas, a ‘externalização’ de atividades produtivas anteriormente integradas verticalmente, entre outras. (Sarti e Hiratuka, 2010: 9).

Percebemos, então, uma tendência à desverticalização das empresas como resposta a esse novo cenário de predominância da esfera financeira. Dessa forma, tais empresas tornam-se mais líquidas e concentram esforços nas atividades que constituem seu core business, a fim de conseguir ganhos de eficiência nessas atividades.

Na mesma linha, Crotty (2006) atenta para os impactos da financeirização sobre o comportamento das grandes corporações, de onde podemos extrair importantes reflexões sobre suas decisões de portfólio. O autor discorre sobre o que chamou de paradoxo neoliberal, definindo tal paradoxo como o aumento demanda dos mercados financeiros por maiores lucros ocorrendo simultaneamente à estagnação do crescimento econômico e aumento da concorrência, dificultando a obtenção de tais lucros.

Crotty (2006) identifica quatro pontos que condicionam o comportamento das grandes corporações, com foco nas norte-americanas, na era neoliberal. O primeiro seria a redução da demanda e das taxa de lucro, decorrentes da estagnação dos salários e do menor crescimento econômico, aliadas ao acirramento da concorrência. Segundo o autor, no momento em que a concorrência passa a se dar em âmbito global as empresas começam a adotar práticas predatórias de concorrência, algo que permanecia amortecido nos anos de ouro.

O segundo ponto destacado pelo autor é a queda do volume de investimentos das grandes corporações, resultado da estagnação da demanda. O terceiro seria a existência do *coerced investment*, que seria definido pela necessidade frente à concorrência de se prosseguir realizando investimentos. No entanto, tais investimentos ocorreriam através da transferência de plantas produtivas para países com mão-de-obra barata, como é o notório exemplo da China e de outros países asiáticos, ou outras vantagens observadas pelas empresas. O *coerced investment* aparece como uma forma de redução de custos das empresas em resposta ao acirramento da concorrência internacional, com o objetivo de obtenção de ganhos de competitividade.

O quarto ponto discutido pelo autor é a observação de um aumento geral do nível de endividamento das empresas. Em um cenário de baixa demanda e concorrência acirrada, a recorrência a fontes externas de financiamento aparece com maior frequência, em grande medida para financiar os *coerced investments*. Dessa forma, agentes financeiros extraem uma parcela crescente do fluxo de caixa das empresas.

O aumento do endividamento e o *coerced investment* aparecem como resposta a esse cenário de acirramento da concorrência e queda da demanda uma vez que a saída do mercado incorreria em altos custos para as empresas, em decorrência da iliquidez característica dos bens de capital.

A necessidade de recursos para financiamento coloca, segundo Crotty (2006), as empresas como reféns de agentes que concentram grandes massas de capital, os investidores institucionais. Detentores de ações e títulos das empresas, tais agentes são em grande parte responsáveis pelas condições de financiamento das decisões destas com relação a seus ativos. Dessa maneira, as empresas devem mostrar aos acionistas balanços trimestrais que indiquem bons resultados financeiros, de modo a manterem esses acionistas e evitarem uma desvalorização de seu patrimônio. É o modelo de governança corporativa pautado na maximização do valor ao acionista, denominado *Shareholder Value Model*.

A resposta conferida pelas empresas ao cenário descrito envolve diretamente suas decisões de portfólio. Crotty (2006) descreve tal resposta a partir do termo “financeirização das empresas não-financeiras”, representando as decisões de aquisições de ativos financeiros e criação de braços financeiros dentro de tais corporações.

Crotty (2006) aborda ainda outra questão relacionada às escolhas de ativos. O autor entende que as próprias empresas são entendidas como componentes de um portfólio, sendo aquisições de unidades produtivas um meio de obtenção de ganhos patrimoniais. Cabe ressaltar que essas aquisições muitas vezes ocorrem com endividamento, reforçando a dependência em relação aos agentes financeiros.

O autor enxerga, então, resultados bastante negativos oriundos dessas decisões empresariais, como a ocorrência de fraudes contábeis e maquiagem de balanços para passar informações que agradem aos acionistas e corte de salários e benefícios trabalhistas como uma forma de redução de custos e aumento da competitividade. Para ele há, então, uma destruição das condições de boa performance destas corporações no longo prazo.

Na mesma linha Orhangazi (2007) identifica duas formas pelas quais a financeirização afetou negativamente os investimentos em capacidade produtiva. O primeiro ponto considerado pelo autor é a ocorrência de um *crowding-out* causado pelas oportunidades de ganhos com ativos financeiros, que teriam expulsado os investimentos produtivos. O segundo ponto seria a necessidade crescente de pagamentos ao setor financeiros, que acabaria esgotando as fontes internas de financiamento e tornando-as insuficientes para a realização de investimentos.

Nesse sentido, Plihon (2005) coloca as grandes empresas transnacionais como reféns dos acionistas e investidores institucionais (por exemplo, fundos de pensão e fundos mútuos), sendo, desse modo, fragilizadas e direcionadas a optar pela valorização de seus ativos nos mercados financeiros. Plihon está correto no que se refere à pressão exercida pelos acionistas e investidores para obtenção de ganhos no curto prazo, contudo, há outras dimensões a serem analisadas nesse contexto. Consideradas as facilidades de valorização da riqueza privada nos mercados financeiros, afirmar que as empresas se apresentam em situação de fragilidade parece pouco condizente com a realidade, uma vez que há na esfera financeira uma forma eficaz e líquida de valorização da riqueza e defesa patrimonial. No entanto, as empresas também não podem negligenciar o lado produtivo para não perderem competitividade e espaço para seus concorrentes, o que resultaria inevitavelmente na desvalorização de seu patrimônio.

Os textos de Crotty, Orhangazi e Plihon trazem importantes pontos para a compreensão das decisões de portfólio dos agentes, especialmente das grandes corporações. Contudo, percebe-se nesses textos certa visão estagnacionista, o que não se confirma na realidade em diversos momentos. Apesar das explicações consistentes e da comprovação empírica da aquisição de ativos financeiros por parte das empresas, observa-se também a realização de investimentos em ativos operacionais e especialmente no desenvolvimento de produtos e processos inovadores. O que explica tal resultado é a própria concorrência acirrada, que, mesmo dentro dessa lógica de valorização patrimonial, exige que as empresas ao menos mantenham sua posição nos mercados de bens e serviços para que não incorram em desvalorização de suas ações. Ou seja, pode-se dizer que as empresas estão constantemente adquirindo ativos financeiros, mas não deixam em segundo plano suas atividades produtivas e inovadoras. A grande novidade neste processo é a separação geográfica entre a aquisição ou construção de plantas produtivas e a obtenção dos lucros, o que Crotty (2006) mostra com seu conceito de *coerced investment*. Além disso, com a opção de realizar aplicações em ativos financeiros, as empresas continuam tendo formas de valorização de sua riqueza, não estando, portanto em condições débeis. Como afirmado por Epstein e Jayadev (2006), os maiores prejuízos são sofridos pelos trabalhadores, que tem constantemente seus postos de trabalhos ameaçados e seus salários relativamente estagnados.

Como síntese dos argumentos dos autores expostos, podem-se destacar alguns pontos quanto às escolhas de portfólio. O primeiro seria a cada vez maior aplicação de recursos em ativos financeiros por parte das grandes corporações que originariamente não são do setor financeiro. Tais ativos apresentam um prêmio de liquidez maior que os ativos físicos/operacionais e possibilitam retornos mais rápidos. O segundo se refere às condições de financiamento (lado do passivo) das decisões de alocação de recursos no lado do ativo. Conforme apontou Crotty (2006), cresce o endividamento e a parcela do fluxo de caixa das empresas que é apropriada pelos agentes financeiros, sejam bancos ou agentes dos mercados de capitais, como os investidores institucionais. Dessa forma, a pressão por resultados financeiros positivos exercida pelos agentes financiadores se constitui em um fator condicionante das decisões referentes à alocação de ativos nos portfólios das empresas.

Ainda com relação às estratégias adotadas pelas grandes empresas no capitalismo contemporâneo em resposta ao novo contexto de concorrência global e baixo crescimento, Milberg e Winkler (2009) destacam a produção industrial ocorrendo em localidades que não a da origem da empresa, em geral buscando mão-de-obra barata ou outras vantagens de custo.

O caso estudado pelos autores é o das empresas norte-americanas que mantêm suas linhas de produção em países asiáticos, especialmente na China, ou no México. Tal observação vai ao encontro do que fora discutido até aqui, uma vez que as empresas norte-americanas dispõem recursos na aquisição de ativos financeiros e, para se manterem na concorrência global, deslocam sua produção de maneira a reduzir custos.

Milberg e Winkler entendem, a partir de uma perspectiva kaleckiana, que a relação de determinação dos investimentos sendo responsáveis pela geração de lucros permanece válida. Contudo, há uma separação espacial entre a realização dos investimentos (em países de mão-de-obra barata ou outras vantagens) e a apropriação dos lucros (por empresas de países desenvolvidos, no caso, Estados Unidos), reforçando a ideia de Crotty a respeito do *coerced investment*.

Os autores entendem, ainda, que embora essa prática se apresente como uma solução viável para as empresas, esta acaba sendo prejudicial à economia nacional, inclusive dificultando em muito uma recuperação após a crise que se abateu sobre os Estados Unidos a partir de 2007.

O fenômeno descrito pelos autores supracitados chega à montagem das chamadas cadeias globais de valor, caracterizadas exatamente pela realocação de etapas da produção industrial ao redor do globo. Além do deslocamento de plantas produtivas para regiões nas quais os salários são mais baixos, há a formação de redes de fornecimento globais através das opções das grandes empresas em externalizar não só os serviços auxiliares como também partes de seu processo produtivo (Reis e Almeida, 2014). Dessa forma, as empresas conseguem assumir posições mais líquidas em seus balanços e maior flexibilidade frente às oscilações da demanda e à incerteza econômica.

Entende-se, então, que apesar da aquisição de ativos financeiros por parte das empresas, estas não deixam de realizar investimentos produtivos, uma vez que o ambiente concorrencial demanda tal atitude. O que acontece é uma mudança nas estratégias de investimento, priorizando fusões e aquisições e o deslocamento de plantas produtivas para outras localidades em busca de ganhos de eficiência e redução de custos. Tais soluções colocam as empresas em situação de relativo conforto sem, no entanto, trazer benefícios à economia global como um todo.

1.6 Conclusões

A partir das formulações de Keynes e, especialmente, de Minsky pode-se entender como as decisões dos agentes econômicos quanto à aplicação de recursos em um portfólio de ativos e à forma de financiamento dessas decisões apresentam impactos sobre a geração de renda e emprego. Entretanto, é preciso buscar também em outros autores elementos que contribuam para a compreensão das decisões de portfólio no contexto do capitalismo contemporâneo, caracterizado pela dominância financeira.

Nas abordagens expostas neste trabalho percebe-se um crescimento da aquisição de ativos financeiros por parte das grandes corporações, mesmo que originalmente elas não tivessem um braço financeiro. Tal comportamento aparece pelo fato de os ativos financeiros serem dotados de maior liquidez em relação aos ativos físicos e possibilitarem muitas vezes retornos até maiores. Contudo, o próprio acirramento da concorrência global, em uma lógica de valorização patrimonial, faz com que as empresas não abandonem o lado produtivo de suas operações. Dessa forma, as decisões de ampliação da capacidade produtiva ocorrem muitas vezes por meio de fusões e aquisições de plantas produtivas já existentes ou pela construção de plantas em países que apresentem vantagens de redução de custos, como a mão-de-obra barata. Assim, a abordagem keynesiana do investimento como o gasto responsável pela geração de empregos acaba sendo relativizada. Há de se ressaltar, também, que as empresas continuam a investir em progresso tecnológico e desenvolver inovações, também como uma forma de se manterem vivas frente à acirrada concorrência global.

Outro fator que chama atenção é o fato de que as próprias empresas passam a ser consideradas como um ativo dentro de um portfólio, sendo compradas ou vendidas por investidores institucionais ou por outras empresas como meio de valorização patrimonial. Cabe ressaltar que tais operações ocorrem muitas vezes por meio da recorrência a fontes externas de financiamento. Essa visão das empresas como ativos componentes de um portfólio confere maior liquidez às estruturas de produção e, de certo modo, maior grau de mobilidade e flexibilidade ao capital. Se por um lado o capital não tem mobilidade perfeita, não podendo facilmente deixar de produzir determinado tipo bem para começar a produzir outro, por outro o proprietário do capital passa a ter tal mobilidade à medida que consegue escolher em quais ações de empresas alocar seus recursos financeiros. Ou seja, ao encontrar

um negócio mais lucrativo, o agente pode se desfazer de algum ativo em seu portfólio, inclusive de empresas, para a aquisição de outros.

As discussões sobre as decisões de valorização no capitalismo contemporâneo ainda precisam avançar bastante. Existem inclusive operações, como é o caso dos derivativos, que não aparecem nos balanços, mas que são capazes de proporcionar vultuosos ganhos ou perdas.

As decisões dos proprietários ou administradores de grandes volumes de riqueza quanto à alocação de seus recursos em um portfólio de ativos e quanto à forma de financiamento de tais decisões com vistas a valorizar ainda mais sua riqueza são, portanto, fundamentais para a compreensão de importantes elementos do capitalismo. Autores como Keynes e Minsky, perceberam as relações existentes entre decisões de portfólio e os resultados macroeconômicos em termos de geração de renda e emprego, compreendendo que o objetivo final será sempre a valorização da riqueza privada.

Tendo tais pontos como pano de fundo, alguns pontos precisam ser recapitulados. O primeiro ponto que destacamos foi, partindo do arcabouço teórico keynesiano, a noção do dinheiro como expressão última da riqueza. Entendemos, desse modo, que o objetivo geral dos agentes capitalistas é a valorização de seus ativos, sendo o investimento uma forma (mas não a única) de consegui-lo.

O segundo ponto seria a possibilidade, reforçada a partir dos anos 1970, de se conseguir essa valorização de ativos sem sair da esfera financeira. Há uma separação mais clara entre a obtenção de lucros e a realização de investimentos, sendo as aplicações financeiras e investimentos em fusões e aquisições, que conferem ganhos em menor prazo, uma opção preferida para a valorização. Esse fato é reforçado pela pressão de acionistas e investidores institucionais para a valorização patrimonial no curto prazo.

Contudo, o terceiro ponto que destacamos foi a necessidade de realização de investimentos produtivos para que a empresa não perca terreno para suas concorrentes, o que resultaria em desvalorização patrimonial, em especial no contexto da concorrência global. Frente a esse dilema entre a valorização de curto prazo (e a pressão dos acionistas) e a manutenção de sua competitividade com a realização de investimentos, as empresas adotam estratégias pautadas na racionalização e redução de custos, na flexibilidade e na liquidez. Dentro disso, destacamos dois aspectos: a realização de fusões e aquisições e a externalização de algumas atividades com a formação de redes de empresas.

Com relação ao primeiro aspecto, as fusões e aquisições representam aumento da capacidade produtiva da empresa (e consequente valorização patrimonial) sem que se tenha que esperar um prazo de maturação muito longo para obtenção de receitas com vendas, já que com a aquisição de uma planta pronta assume-se que esta já estava em operação e possuía seu mercado consumidor. Desse modo, o investimento através de fusões e aquisições representa aumento de capacidade produtiva no âmbito microeconômico, mas seus efeitos macroeconômicos em relação à geração de empregos são praticamente nulos, quando não negativos.

No tocante ao segundo aspecto, as empresas passam a focar em determinadas etapas do processo produtivo e delegam as outras a terceiros, na busca por maior eficiência, maior flexibilidade e menores custos. Essas estratégias possibilitam às empresas operar em posições mais líquidas e flexíveis (por exemplo, com a substituição de gastos com pessoal pela contratação de serviços) e, quando tomam a decisão de imobilizar capital na forma de investimentos, optam pela alternativa que confere retornos mais rápidos (fusões e aquisições).

Nesse sentido, observa-se que o ajuste das empresas a esse contexto de dominância financeira e acirrada concorrência global se dá, em certa medida, através do emprego. Assim, do mesmo modo que há um desacoplamento entre lucros e investimentos, podemos dizer também, de certo modo, que o investimento perde parte do seu potencial gerador de empregos em uma economia nacional, afastando-se de sua concepção keynesiana.

Afirmar de maneira direta que no capitalismo contemporâneo há uma queda dos níveis de investimento em virtude da possibilidade ganhos com ativos financeiros aparece como uma visão simplificada. Certamente as decisões das empresas são afetadas, mas estas não deixam de investir. O que de fato ocorre são mudanças no perfil dos investimentos realizados quanto à sua natureza e localização geográfica.

Capítulo 2 – Investimento no Brasil: revisão bibliográfica e proposta metodológica de análise

2.1 Introdução

No Capítulo 1 realizamos uma revisão da literatura que trata da importância do investimento para a dinâmica econômica bem como as teorias sobre a tomada de decisão de investir em um contexto de incerteza no capitalismo contemporâneo. Entendemos, contudo, que apesar de tais ideias e teorias servirem de inspiração, algumas delas não podem ser aplicadas indistintamente a diferentes estruturas econômicas sem que se façam as devidas mediações.

Neste segundo capítulo procuramos analisar a literatura existente sobre a determinação do investimento no Brasil, buscando entender suas limitações, em contraste com as referências teóricas expressas no Capítulo 1 para, em seguida, propormos uma diferente metodologia de análise.

Para tanto, este capítulo se inicia com uma revisão histórica sobre o investimento e financiamento no Brasil nos anos 1980 e 1990. Em seguida realiza-se uma discussão acerca da relação entre as decisões de portfólio e investimentos em países periféricos no capitalismo contemporâneo, buscando essas mediações que entendemos ser distintas das apresentadas na revisão teórica do Capítulo 1. Na sequência realiza-se uma revisão da literatura sobre a determinação do investimento no Brasil, à procura de pontos em comum, aspectos relevantes e possíveis limitações desses estudos. Por fim, discorreremos sobre a proposta metodológica desenvolvida neste trabalho, mostrando sua relação com a revisão teórica e em que medida ela difere dos estudos já realizados.

2.2 Investimento e financiamento no Brasil nos anos 1980 e 1990

A década de 1980 aparece como um marco dentro da história econômica brasileira. Esta década representa o fim de um período de crescimento econômico acelerado além de uma interrupção em um projeto de desenvolvimento e a descontinuidade do crescimento industrial em alguns setores ainda pouco desenvolvidos no país, como o de bens de capital. A década de 1980 é popularmente conhecida no Brasil como a “década perdida” e a ela sempre são remetidas algumas questões como a crise da dívida externa, os elevados

índices de inflação e os respectivos planos elaborados para conter esses aumentos de preços. O termo “década perdida” aparece por se tratar do período que marcou o fim das políticas voltadas para o nacional desenvolvimentismo e uma recessão prolongada que não era vista na economia brasileira, nessa magnitude e durabilidade, desde o pós-guerra.

Neste contexto, a realização de investimentos certamente é impactada. Tal impacto acontece, essencialmente, de duas formas. A primeira por conta de uma instabilidade da demanda e previsibilidade comprometida pela instabilidade dos preços. A segunda forma diz respeito às condições de financiamento, tanto das empresas privadas quanto das estatais.

Carneiro (2002) aponta como um dos principais problemas do Brasil na década de 1980 a ruptura do financiamento externo. O crédito externo havia sido uma importante fonte de recursos durante as décadas de 1960 e 1970 dentro do projeto desenvolvimentista. A facilidade de obtenção desse crédito no mercado internacional e a debilidade do sistema de financiamento nacional explicam essa grande recorrência aos capitais estrangeiros. Tal estratégia (financiamento através do endividamento externo) marcou fortemente os investimentos realizados no II PND. Como parte importante desses investimentos eram realizados por empresas estatais, o setor público representava parte importante desse endividamento. Com a elevação da taxa de juros norte-americana em 1979 a dívida externa brasileira tomou proporções muito maiores, acarretando na chamada crise da dívida, característica marcante dos anos 1980, para a qual se concentraram os esforços realizados em termos de política econômica a partir de então.

Carneiro (2002) destaca essa mudança radical nas relações do Brasil com o exterior, uma vez que o país deixa de absorver recursos reais e financeiros do exterior e passa a transferi-los por conta dos pagamentos dos serviços e amortização parcial da dívida externa. O autor aponta duas fases distintas que marcaram a transferência de recursos ao exterior. Na primeira fase, que foi de 1979 a 1982 houve apenas um racionamento do crédito externo, o que possibilitava, mesmo com dificuldades, que fossem contraídos novos empréstimos para o pagamento dos anteriores e que a transferência de recursos reais ao exterior se desse ainda por meio da queima de reservas. Na segunda fase, que foi de 1983 a 1989 há realmente uma ruptura dos fluxos de capitais para a América Latina, especialmente como uma resposta à moratória mexicana, que causou temor em relação à possibilidade de outros países altamente endividados (como o Brasil) também declarassem moratória.

Com relação a fontes internas de crédito de longo prazo, estas foram historicamente uma deficiência da economia brasileira. Apesar da tentativa de criação de

sistema de crédito para investimentos durante as reformas do PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo) em 1964, este logo fracassou, fazendo com que prevalecessem o endividamento externo e o autofinanciamento como fontes de recursos de longo prazo.

Nesse sentido, Belluzzo e Almeida (2002) descrevem o ajuste empresarial realizado como resposta à conjuntura dos anos 1980. De acordo com os autores, diante da ausência de previsibilidade a longo prazo, com movimentos de *stop and go* do crescimento econômico, e da escassez das fontes de financiamento, as estratégias empresariais adotadas foram estritamente defensivas. Do lado dos gastos se observou uma retração dos investimentos e do ponto de vista do financiamento uma busca por desendividamento.

O ajuste empresarial se dá inicialmente através da elevação das margens brutas de lucro (*mark-ups*), que, segundo Belluzzo e Almeida (2002), se constituem no principal componente da aceleração inflacionária na referida década. No período do ajustamento recessivo, de 1981 a 1983, a margem bruta das empresas de capital nacional cresce de 39% para 50%, sendo que entre 1978 e 1980 eram, em média, de 37%. Ao mesmo tempo, há um movimento de redução do peso das despesas financeiras dentro da receita líquida, sendo de apenas 3,6% em 1983, sendo resultado de uma estratégia de baixo endividamento.

Do ponto de vista patrimonial, a maior concentração observada se deveu, de acordo com os autores, mais à dificuldade das pequenas e médias empresas em se manter ativas e se ajustar como as grandes do que a uma efetiva estratégia de crescimento por parte das empresas líderes, que continuaram fundamentalmente especializadas em determinados segmentos.

No período seguinte considerado no recorte de Belluzzo e Almeida (2002), 1984-1985, há uma maior estabilidade dos *mark-ups* e importantes mudanças patrimoniais. Observando os demonstrativos financeiros das empresas líderes, os autores percebem um crescimento da rubrica “investimentos”, que na contabilidade correspondem à participação em subsidiárias ou coligadas. Desse modo, pode-se entender que tais empresas caminhavam rumo a uma maior diversificação de suas atividades. No entanto, para Belluzzo e Almeida essa diversificação não ocorreu de forma ativa e sim se constituiu em mais uma estratégia defensiva, buscando minimizar riscos e incertezas e sem a efetiva realização de investimentos produtivos. Somando os “investimentos” às aplicações financeiras de curto prazo, esses ativos passam a representar 32% do ativo total das empresas de capital nacional em 1985, ante 20% em 1978-1980. Essas aplicações financeiras de curto prazo se constituíam em uma importante forma de manutenção patrimonial para os proprietários de riqueza, uma vez que possuíam alto

grau de liquidez e conferiam ganhos de juros que compensavam as perdas inflacionárias, sendo chamadas pelos autores de *quase-moedas*.

Sobre os anos seguintes, de 1986 até o final da década, os autores discutem os impactos do Plano Cruzado sobre as estratégias empresariais e as reações após o fim do referido plano. Com o congelamento de preços estabelecido, no primeiro momento houve uma queda substancial dos *mark-ups* e das proporções dos ativos financeiros, em virtude da desindexação implementada com o Plano. Contudo, mesmo com o ambiente mais propício ao investimento produtivo, o plano não estava na mesma direção dos interesses dos empresários, uma vez que estes viram secar sua fonte de ganhos com alta liquidez no mercado financeiro, o que foi, segundo Belluzzo e Almeida (2002), um dos principais motivos para o fracasso do Cruzado.

Após o fim do congelamento, uma de suas consequências foi uma retomada do aumento da margem bruta por parte das empresas, chegando a 102% para as empresas nacionais em 1989. O principal motivo alegado pelas empresas para tal aumento foi exatamente uma estratégia defensiva de antecipação das tendências inflacionárias, infladas pelo risco de um novo congelamento.

Outro autor que discorre sobre a relação entre os *mark-ups* e o financiamento do investimento é Pereira (2000). Este aponta outros dois pontos relevantes. O primeiro deles diz respeito ao fato dos poucos investimentos realizados na década de 1980 terem se dado basicamente para reposição do estoque de capital, o que diminui o ritmo de crescimento das firmas, forjando a obsolescência do parque produtivo nacional. O segundo se refere à busca por maior flexibilidade por parte das empresas em um contexto de instabilidade econômica. Segundo o autor, “a forte incerteza favorece a seleção de atividades que possuem um curto período de maturação e elevado *payback*, baixo risco tecnológico, baixa escala eficiente mínima e que geram fluxos de caixa estáveis e pouco correlacionados às flutuações cíclicas” (Pereira, 2000: 94). Desse modo, corre-se o risco de uma especialização regressiva do parque industrial.

Na década de 1990, quando as políticas de abertura comercial e financeira passaram a ser adotadas no país, os rumos tomados pelas decisões empresariais sofrem algumas alterações. Considerando o Plano Real como marco, bem como as condições que pautam as decisões de investimento, Feijó (2008), em uma análise respaldada em Keynes e Minsky, realiza uma periodização da economia brasileira a partir de 1990 em três fases. A primeira vai do início da década até 1993, período marcado pela continuidade da alta inflação

presente nos anos 80. A segunda fase se inicia em 1994, com a implementação do Plano Real e o alcance da estabilidade inflacionária através da utilização da âncora cambial, se encerrando em 1998. A terceira fase se dá a partir do fim da âncora cambial, em 1999, substituída pela combinação do câmbio flutuante com o regime de metas inflacionárias. Essa terceira fase não será discutida neste capítulo pois engloba o período de análise do capítulo 3 deste trabalho.

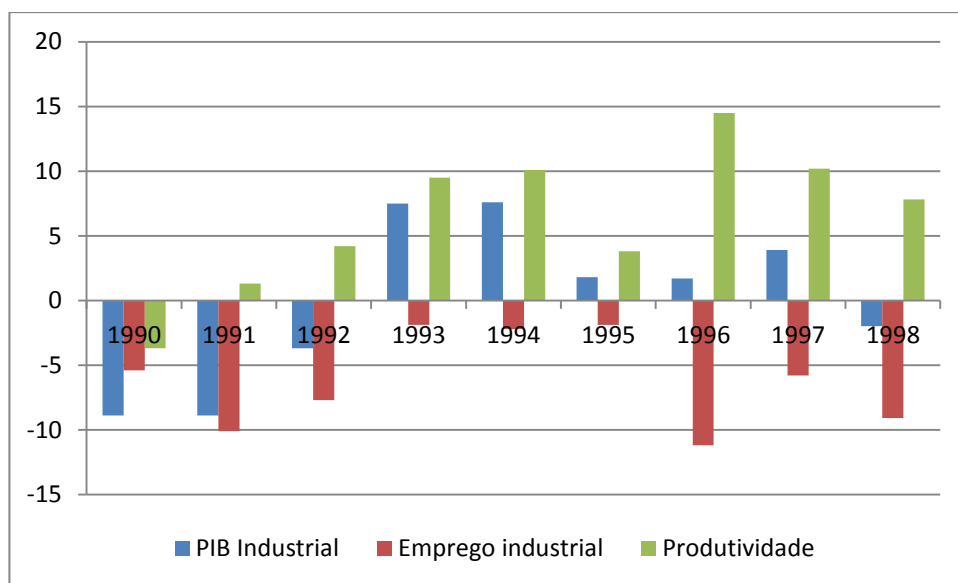
No período 1990-93, com a persistência da inflação e das condições de valorização da riqueza sob a forma de quase-moedas, os investimentos permanecem estagnados, assim como o crescimento econômico. Adiciona-se a isso a abertura comercial, introduzida para, através da competição, modernizar a indústria brasileira. O resultado, segundo Feijó (2008), foi a realização de um “ajuste defensivo” por parte das empresas, o que contribuiu para a queda do emprego industrial. Segundo a autora, “a opção pela modernização da indústria se deu primordialmente por procedimentos gerenciais, e não sobre a forma de investimentos em equipamento” (Feijó, 2008: 210).

Na mesma linha, Laplane e Silva (1994) apontam que nos primeiros anos da década de 1990 as estratégias defensivas (racionalização e modernização da capacidade produtiva em detrimento dos investimentos em expansão ou instalação de novas unidades de produção) adotadas pelo setor industrial brasileiro foram ainda mais profundas que na década anterior. Nas palavras dos autores: “A redefinição do leque de produtos, a desverticalização (via terceirização e importação de insumos e componentes) e a implementação de inovações organizacionais foram os principais eixos de modernização das empresas no primeiro triênio dos anos 90”. (Laplane e Silva, 1994: 88). Desse modo, percebemos que as empresas brasileiras que se adaptaram ao novo contexto de abertura comercial e financeira o fizeram de forma a conseguir ganhos de eficiência em detrimento da ampliação da capacidade produtiva.

O segundo período classificado por Feijó (2008) vai de 1994 a 1998, tendo como marco o Plano Real. O referido plano tinha como principal objetivo o combate à inflação através da utilização da âncora cambial, que consistia em uma política de câmbio fixo e valorizado, a fim de evitar a pressão dos custos dos insumos importados e intensificar a concorrência dos produtos nacionais com os estrangeiros, para que os produtores domésticos não elevassem de forma considerável suas margens de lucro. Como percebemos, o Plano Real intensificou os efeitos da abertura comercial sobre a estrutura produtiva brasileira ao, por meio do câmbio valorizado, estabelecer condições desfavoráveis à competitividade internacional dos produtos brasileiros.

Nesse sentido, Carneiro (2008) aponta que as políticas adotadas a partir dos anos 1990, especialmente a apreciação da moeda nacional e os juros elevados, tornaram o ambiente macroeconômico pouco propício ao desenvolvimento da indústria brasileira, resultando na chamada “especialização regressiva” da estrutura industrial do país, isto é, a estrutura produtiva acabou se concentrando nos setores tradicionais. Assim, os setores mais próximos da fronteira tecnológica e mais capazes de gerar encadeamentos acabaram se desenvolvendo muito pouco. O autor considera que a perda de importância da indústria tanto no PIB quanto na geração de empregos se deve justamente a esse desadensamento das cadeias produtivas como também a estratégias empresariais, como a terceirização, que deslocam mão-de-obra da indústria para o setor de serviços. Além disso, o esvaziamento do papel do Estado e a consequente redução dos investimentos públicos em infraestrutura também contribuíram para esses resultados.

Gráfico 1 - Evolução do PIB industrial, emprego industrial e produtividade⁵ – variação real anual (%) – Brasil, 1990 a 1998.



Fonte: Elaboração própria a partir de Feijó (2008)

Pela análise do Gráfico 1 podemos perceber que o aumento da produtividade da indústria e a queda do emprego no setor foram fortes após a implementação do Plano Real. De acordo com Feijó: “o surpreendente resultado da produtividade e a queda acentuada do emprego são indicadores importantes que sinalizam a não-recuperação do nível de investimento.” (Feijó, 2008: 211).

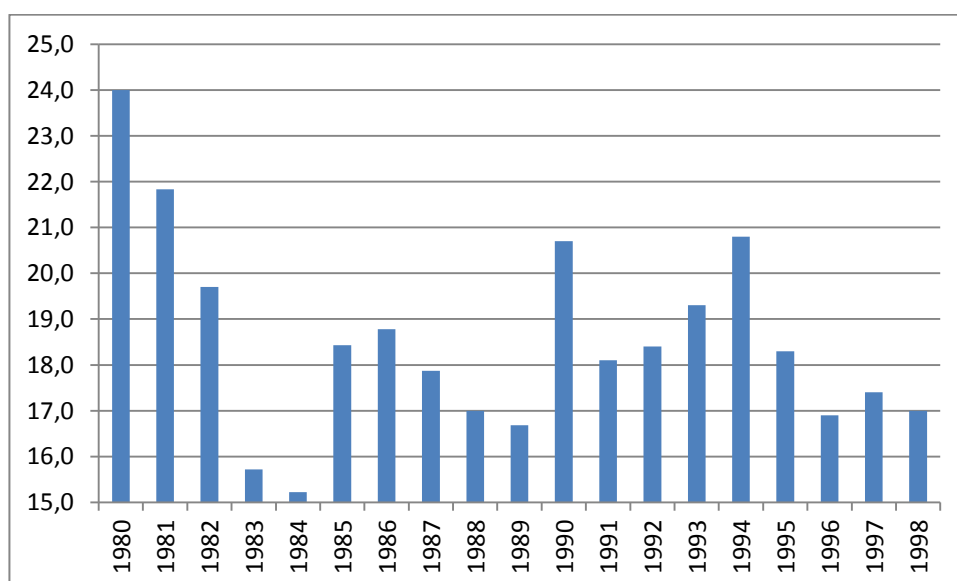
⁵ O conceito de produtividade utilizado por Feijó (2008) nestes dados se refere à relação entre o PIB industrial e o pessoal ocupado na indústria.

O ambiente de baixo crescimento econômico criado, em parte, pelas políticas macroeconômicas mostrou-se totalmente desfavorável ao investimento produtivo, tanto pelas altas taxas de juros quanto pela ausência de qualquer tipo de proteção à indústria nacional frente à concorrência dos importados, fato agravado pela apreciação cambial. Tendo em vista este, não é difícil compreendermos a lógica que embasa o raciocínio dos empresários quando estes decidem imobilizar uma parcela cada vez menor de seus recursos no setor produtivo.

A respeito do financiamento empresarial nos anos 1990, Pereira (2000) destaca que a combinação da apreciação cambial, abertura comercial e a estabilização dos preços, que acaba com os mecanismos de elevação defensiva da margem bruta, resultou em uma trajetória de queda dos *mark-ups* de praticamente todos os segmentos industriais expostos à concorrência externa a partir de 1994. De maneira complementar, verifica-se uma tendência de crescimento da participação dos recursos de terceiros na composição do financiamento das estruturas ativas das empresas. Entre 1991 e 1993, essa participação sobe de 38% para 41%, chegando a 49% em 1998, após a estabilização inflacionária.

Para ilustrar o comportamento das inversões nas duas décadas aqui discutidas, o Gráfico 2 mostra a evolução da taxa de investimento. Observa-se que o nível desta taxa em nenhum dos anos entre 1982 e 1998 atingiu o valor dos dois primeiros anos. Apesar de alguns aumentos, como 1990 e 1994, o patamar entre 1996 e 1998 é bastante baixo, não chegando a 18%. Há de se ressaltar que em um dos anos de alta, 1990, a variação do PIB foi negativa (-4,35%), o que reduz o denominador e influi para um valor mais alto da taxa de investimento.

Gráfico 2 – Taxa de investimento (% do PIB) – 1980 a 1998



Fonte: SCN/IBGE apud Ipeadata

Portanto, nas duas décadas analisadas neste item observam-se contextos bastante desfavoráveis à realização de investimentos produtivos, o que se confirma pelos valores da taxa de investimento muito abaixo da observada logo antes da crise da dívida. Contudo, nos anos 1980 a manipulação dos *mark-ups* permitiu uma preservação patrimonial das empresas. Na década seguinte, com a abertura comercial, essa manipulação não foi possível nas mesmas proporções e os investimentos aconteceram muito na direção da modernização e adoção de tecnologias de maior produtividade em detrimento de real expansão da capacidade produtiva.

2.3 Decisões de portfólio e investimento nos países periféricos

Como abordado anteriormente neste trabalho, boa parte da literatura econômica existente sobre as decisões de portfólio no capitalismo contemporâneo realiza a mediação entre a financeirização e as decisões de investimento pela lógica de governança de maximização do valor ao acionista (*shareholder value*). Essa orientação levaria os gestores a buscar ganhos no curto prazo para garantir retorno aos acionistas mesmo no período próximo, inibindo decisões de investimento de longo prazo de maturação.

Essa mediação se aplica de maneira mais clara ao sistema financeiro anglo-saxão (*capital market-based*), no qual o mercado acionário é uma das principais fontes de recursos para as empresas. Desse modo, para analisar as tomadas de decisões de investir em países periféricos, devemos levar em consideração que em tais países, em grande medida, não há um sistema de financiamento de longo prazo bem organizado e difundido. Muitos deles apresentam poucas semelhanças aos tipos propostos por Zysman (1983) e acabam sendo marcados pelo autofinanciamento ou até por empréstimos de curto prazo.

Ainda há pouca literatura que trate do tema para países periféricos, entretanto, alguns textos de Firat Demir buscam fazer essas relações.

Em Demir (2009a), o autor considera que a liberalização financeira resultou na redução do volume de investimentos pelo fato de ter aumentado a volatilidade dos principais preços macroeconômicos (câmbio e juros) e assim, de uma perspectiva keynesiana, aumentado a incerteza em relação à macroeconomia. Com taxas de câmbio, juros, inflação e crescimento do PIB muito oscilantes, o horizonte de planejamento das decisões de investir e as taxas de lucro esperadas se tornam mais imprevisíveis, inibindo tais decisões. Além disso, o autor aponta como segundo fator de influência sobre o investimento o custo de oportunidade

entre o capital fixo e as aplicações financeiras, que, em um contexto de altas taxas de juros, acabam sendo mais rentáveis e, por definição, mais líquidas.

No referido texto, Demir desenvolve um modelo econométrico com dados de Argentina, México e Turquia. Os dados referentes ao investimento foram coletados ao nível das empresas. Como variáveis explicativas do investimento o autor define a relação capital/produto (quanto menor for esta relação, maior o incentivo ao investimento, lembrando a ideia kaleckiana do caráter dual do investimento), um vetor de medida da instabilidade macroeconômica (que afetaria o investimento de maneira negativa) e os preços relativos dos bens de capital, também com sinal negativo. Como principal conclusão, Demir (2009a) aponta que existe uma relação de causalidade entre a instabilidade macroeconômica e a redução dos investimentos e que para lidar com o problema se deveria reorganizar os sistemas financeiros desses países a fim de reduzir a volatilidade das variáveis macroeconômicas.

Em outro artigo, Demir (2009b) atenta para uma visão de portfólio dos investimentos, como já fizemos neste trabalho, que se intensifica, segundo o autor, com a onda de liberalização a partir de meados dos anos 1980. Novamente utilizando-se de dados dos três países supracitados, Demir conclui que nos três casos há um hiato crescente entre as remunerações das aplicações financeiras e os retornos obtidos com investimentos produtivos. Além disso, mais uma vez a relação entre a volatilidade macroeconômica e a redução dos investimentos se mostrou economicamente e estatisticamente significativa no estudo do autor.

Neste texto, o autor propõe quatro recomendações de políticas para lidar com a questão: provimento de estabilidade macro e microeconômica; redução das taxas de juros reais; abertura de canais de crédito de longo prazo para fomento do investimento em capital fixo; e eliminação dos problemas nas finanças públicas.

Em um terceiro artigo, Demir (2009c) analisa os impactos de um fluxo de caixa originário de diversas fontes, não apenas da produção, nas decisões de realizar novos investimentos por parte das firmas do setor produtivo.

Neste texto o autor admite que, ao menos em tese, a financeirização das empresas produtivas pode não ser negativa em todos os aspectos para a realização dos investimentos. Considerando as teorias convencionais de portfólio, as quais enunciam que a diversificação dos ativos em uma carteira minimiza os riscos de perdas, a obtenção de receitas por parte de outras fontes poderia atuar como uma proteção (*hedge*) contra as incertezas intrínsecas ao investimento produtivo.

Como conclusão, Demir (2009c) aponta que a existência de diversas fontes de fluxo de caixa afeta positivamente a realização de novos investimentos. Contudo, o que prejudica as novas inversões são as grandes diferenças de retorno favoráveis às aplicações financeiras. Dessa forma, o saldo acaba sendo a redução dos investimentos e ameaças de desindustrialização nos países emergentes (neste caso os países estudados foram Turquia e México).

Os textos de Demir trazem como aspectos importantes reflexões sobre a decisão de investir no capitalismo contemporâneo em países periféricos, a retomada da visão de portfólio dos investimentos e a utilização de dados de investimento no nível microeconômico, procurando entender de maneira mais clara as decisões das empresas.

Na literatura que trata do tema no Brasil, a financeirização está associada às elevadas taxas de juros e à renda obtida através destas. Segundo Amitrano (2011: p. 30) “esta modalidade de financeirização faz com que as empresas tenham de enfrentar a escolha entre investir (obtendo retornos elevados, porém incertos, apenas no longo prazo) e aplicar recursos em títulos de dívida (auferindo ganhos elevados e certos no curto prazo)”, cenário certamente desfavorável ao investimento produtivo.

Nos anos 1980 ocorre no Brasil o fenômeno que Bruno et al (2009) caracterizaram como “financeirização por inflação”, uma vez que era possível a obtenção de ganhos com juros reais, em um contexto de inflação altíssima, com aplicações de curtíssimo prazo (chamadas por Belluzzo e Almeida (2002) de quase-moedas). Tais aplicações possibilitaram a realização de um ajuste empresarial defensivo, em que se preservaram os patrimônios das empresas sem a realização de investimentos e geração de empregos. Desse modo, foi possível nos anos 1980 que as empresas brasileiras não sofressem perdas patrimoniais em um contexto de baixo crescimento (Belluzzo e Almeida, 2002). A interpretação destes autores, de certo modo, antecipa as demais abordagens, inclusive de Demir, a respeito da necessidade de flexibilização e manutenção da riqueza patrimonial como estratégia de sobrevivência em contexto de elevada volatilidade macroeconômica.

O processo descrito no parágrafo anterior marcou também o início dos anos 1990, mais especificamente até a implementação do Plano Real em 1994. Desde então aparece no país o processo de “financeirização pela renda de juros” (Bruno et al, 2009), em que as altas taxas de juros incidentes sobre os títulos da dívida pública interna brasileira atuam na concentração de recursos financeiros nesses títulos em detrimento da realização de investimentos produtivos.

Apesar do cenário desfavorável ao setor produtivo, as empresas continuam tendo possibilidades de ganhos na esfera financeira, o que faz com que estas não apresentem perdas patrimoniais mesmo no cenário de baixo dinamismo econômico.

Outro fator relevante está na distinção dos países periféricos enquanto receptores de investimentos direto externos (IDEs). Os investimentos na periferia se concentraram na região asiática, ficando a América Latina e o Brasil alvo de investimentos que priorizam explorar o mercado interno (*market seeking*) e não possuem grandes efeitos sobre a formação bruta de capital fixo.

Entende-se, então, que, segundo a literatura analisada, em países periféricos e com debilidades em seus sistemas de financiamento de longo prazo as decisões de investimento são afetadas pelo fato de as aplicações financeiras apresentarem, além de maior liquidez, retornos por vezes maiores que os investimentos produtivos. Caracteriza-se, assim, uma escolha de ativos em que os financeiros acabam sendo mais atrativos que os bens de capital.

No caso dos países periféricos, como o Brasil, o que se encontra na literatura é que a debilidade dos sistemas de financiamento associada à incerteza macroeconômica e a altas taxa de juros afetam de forma negativa o investimento produtivo, conclusão a que se pode chegar tendo uma visão de portfólio dos investimentos. No entanto, o nível microeconômico das decisões empresariais de investir ainda é pouco explorado pela literatura econômica presente.

2.3 Estudos empíricos sobre a determinação do investimento no Brasil

Dada a importância que a variável investimento exerce sobre a atividade econômica, diversos estudos empíricos foram realizados a fim de compreender os fatores significativamente determinantes das decisões de expansão da capacidade produtiva na economia brasileira. Utilizando-se de modelos econométricos, os autores de tais estudos escolheram variáveis com base em diversas correntes de pensamento da teoria econômica e no que tais correntes entendem como fatores importantes na determinação do investimento.

De acordo com a teoria econômica, os investimentos podem responder a um aumento da atividade econômica, sendo então induzidos pela demanda, caracterizando o efeito que se convencionou chamar de acelerador. Nesse sentido, as variáveis mais utilizadas para testar a importância do efeito acelerador na determinação dos investimentos foram o PIB e a utilização da capacidade instalada.

Outro fator que deve ser considerado seguindo o pensamento keynesiano é a incerteza inerente à realização de um gasto que resulta na imobilização de um grande volume de capital por um longo período. Em boa parte dos modelos a incerteza é entendida como estabilidade macroeconômica e a variável usada como *proxy* é a taxa de inflação. Por vezes também a volatilidade da taxa de câmbio e da bolsa de valores podem ser consideradas.

O custo do financiamento do investimento, para o qual os modelos geralmente usam a taxa básica de juros da economia, é mais um aspecto considerado por alguns dos estudos.

Por fim, o último grupo de variáveis mais utilizadas se refere ao investimento público. Esse foi o ponto de maior discordância entre os estudos aqui considerados, tanto da perspectiva teórica quanto dos resultados empíricos. Segundo o *mainstream* da teoria econômica, o investimento público tomaria um espaço que poderia ser ocupado pelo investimento privado, o que se daria via elevação da taxa de juros, retraindo-o e caracterizando um fenômeno conhecido na literatura como *crowding-out*. Por outro lado, especialmente em países em desenvolvimento, os investimentos públicos em infraestrutura podem ser um fator dinamizador do investimento privado, uma vez que a realidade do país passa a apresentar uma estrutura produtiva mais complexa e a produção e seu escoamento são mais fáceis. Melo e Rodrigues Jr. (1998) chamaram esse fenômeno de *crowding-in*.

Um dos primeiros estudos a investigar empiricamente os possíveis determinantes do investimento no Brasil foi realizado por Dailami (1987) utilizou dados anuais (de 1958 a 1984) para a variação da demanda agregada (medida pelo PIB), além de variações no custo de utilização do capital e nos salários reais e a volatilidade da bolsa de valores como uma *proxy* da instabilidade da economia. Os resultados de estudo apontaram para efeitos positivos da demanda agregada e dos salários reais e efeitos negativos do custo de utilização do capital e da instabilidade econômica para a realização de investimentos por parte de agentes privados. Studart (1992) e Rocha e Teixeira (1996) incorporam à análise também o volume de investimentos do período anterior, procurando apontar um aspecto cíclico e a irreversibilidade dessas decisões.

Outros estudos, como os de Studart (1992) e Jacinto e Ribeiro (1998), passam a considerar também o possível impacto de variáveis financeiras, como a disponibilidade de crédito, sobre a realização de investimentos, encontrando resultados positivos sobre tal impacto. Luporini e Alves (2010), contudo, atentam para uma possível inversão de causalidade, sendo a expansão do crédito determinada pelas tomadas de decisão de investir.

Ainda com relação às finanças, Ronci (1991) conclui existir uma relação negativa entre investimento e taxa de juros (que pode ser entendida como o custo do crédito) e, ao incluir uma variável *dummy* para analisar desembolsos realizados pelo BNDES, chega à conclusão de que tais desembolsos foram significativos para a determinação do investimento. A relação negativa entre taxa de juros e investimento, no entanto, não é consenso entre os resultados dos estudos sobre o tema. Melo e Rodrigues Jr. (1998) seguem a conclusão de Ronci, mas outros trabalhos, como o de Luporini e Alves (2010) apontam que essa relação não é estatisticamente significativa e entendem a predominância do autofinanciamento das empresas atuantes no país como uma possível razão para isso. Este mesmo trabalho, entretanto, conclui que a presença de linhas de crédito de longo prazo, na realidade brasileira resultantes de maior atuação do BNDES, apresentam relevância.

Sobre a relação entre investimentos públicos e privados, os trabalhos de Ronci (1991), Studart (1992), Rocha e Teixeira (1996), Jacinto e Ribeiro (1998), Melo e Rodrigues Jr. (1998), Cruz e Teixeira (1999), Ribeiro e Teixeira (2001) e Santos e Pires (2007) investigam tal relação e chegam a resultados distintos. Ribeiro e Teixeira (2001), entre outros, indicam complementaridade entre o investimento público e o privado, resultado de uma melhor infraestrutura fornecida pelas inversões do setor público, enquanto outros, como Melo e Rodrigues Jr. (1998) e Santos e Pires (2007), apontam a existência de um deslocamento, com o investimento público tomando espaço do gasto privado. Rocha e Teixeira (1996) atribuem esse grau de substituição à competição por recursos fiscais entre os setores público e privado na realidade brasileira. Para Melo e Rodrigues Jr. (1998: p. 22), “os investimentos públicos deslocam, no curto prazo, cerca de um terço dos investimentos privados, provavelmente em função da competição por recursos reais escassos e/ou do efeito do aumento das despesas públicas sobre a taxa de juros”. Luporini e Alves (2010), por sua vez, encontraram uma relação positiva entre as inversões pública e privada, embora não estatisticamente significativa. Contudo, para as autoras, há na literatura estudos que comprovam a complementaridade entre essas duas categorias, especialmente no que se refere a infraestrutura e treinamento. Sobre os impactos positivos, González e Santos (2014: p. 9) apontam que “os investimentos em infraestrutura também impactam na economia por meio de canais diretos, como por exemplo, a expansão da capacidade ou o escoamento da produção, e por canais indiretos, como a melhoria na produtividade total dos fatores, propiciando o desenvolvimento econômico e social da nação”.

No tocante à instabilidade econômica, os indicadores utilizados foram a volatilidade da bolsa de valores, a variabilidade da taxa de inflação ou do câmbio e a relação dívida/PIB, todos apresentando resultados negativos sobre o investimento privado (Luporini e Alves, 2010). Em um caso específico para o Brasil e outros países da América Latina em sua realidade da década de 1980, Cardoso (1992) utiliza a relação dívida externa e exportações para averiguar os efeitos das condições externas sobre o investimento privado, obtendo também resultado negativo. Luporini e Alves (2010), utilizando o endividamento externo e as variações da taxa de câmbio, concluem que há significância estatística a respeito de seus impactos negativos sobre os investimentos. A questão da instabilidade econômica é também considerada fundamental para Melo e Rodrigues Jr. (1998), que a consideraram mais significativa (utilizando a taxa de inflação como medida) que o nível da taxa de juros.

Observam-se, então, divergências quanto à significância da taxa de juros e quanto à influência, positiva ou negativa, exercida pelos investimentos públicos na determinação do investimento privado. Há, no entanto, certo consenso a respeito da importância da estabilidade econômica, medida através de alguns indicadores escolhidos, e do dinamismo da economia, que tem no crescimento do PIB e na utilização da capacidade instalada seus principais indicadores, para as decisões de ampliação da capacidade produtiva. Na grande maioria dos estudos, é exatamente o efeito acelerador, caracterizado pelos investimentos como resposta a um aumento da demanda, o fator mais importante para a formação bruta de capital. Esse efeito é corroborado nos estudos pela utilização de variáveis defasadas, indicando que um período de dinamismo econômico leva à realização de investimentos no período seguinte, o que também condiz com a ideia de irreversibilidade de tais gastos, uma vez que a decisão fora tomada em um momento que pode não se reproduzir no período seguinte.

Buscando um modelo condizente com a tradição keynesiana, Lélis, Bredow e Cunha (2014) utilizam como variável dependente a formação bruta de máquinas e equipamentos, excluindo a construção civil dos investimentos, e decompõem a demanda agregada em três variáveis, a saber: consumo das famílias, consumo do governo e exportações. O nível de utilização da capacidade instalada também aparece no modelo como variável indicativa do dinamismo econômico. No modelo desenvolvido pelos autores, as variáveis que indicam nível de atividade/demanda, em especial o consumo das famílias, apresentaram alto poder explicativo da variável de interesse.

Além destas, outras variáveis que se mostraram significativas. Uma delas foi a disponibilidade de crédito, na qual se inseriram todos os tipos de operações creditícias da

economia e não apenas as de longo prazo, assumindo que o financiamento do consumo pode estimular, mesmo que indiretamente, as decisões de investir. Outra variável relevante e que não costuma aparecer em modelos que estudam a determinação do investimento diz respeito às expectativas, para as quais o nível de confiança da indústria fora utilizado como *proxy*.

Os autores concluem que, sendo demanda, crédito e expectativas as variáveis mais relevantes na determinação da formação bruta de máquinas e equipamentos, a visão convencional de que a estabilidade econômica seria o principal fator deveria ser rechaçada, sem afirmar, contudo, tal estabilidade não seja relevante.

Dentre os trabalhos aqui analisados, boa parte deles, a partir de suas conclusões, aponta algumas propostas para elevar a taxa de investimento na economia brasileira. Para Melo e Rodrigues Jr. (1998), a política econômica deve ser pautada para garantir o crescimento econômico, a taxa de juros deve ser fixada em níveis moderados e a taxa de inflação deve ser mantida sob controle, de modo a reduzir a incerteza e gerar credibilidade por parte dos agentes privados. Luporini e Alves (2010) fazem proposições no mesmo sentido, defendendo políticas econômicas responsáveis e consistentes ao longo do tempo, minimizando incertezas, e que sejam criadas condições para ampliação do volume de crédito de longo prazo. Tais propostas remetem a uma situação de equilíbrio na política econômica raramente vista em países como o Brasil. Seguindo as conclusões de Lélis, Bredow e Cunha (2014), o foco deveria ser, sem negligenciar a inflação ou outros componentes importantes de estabilidade econômica, na promoção da demanda e expansão do crédito, tanto de curto quanto de longo prazo.

Os estudos até aqui considerados apresentam questões relevantes para o entendimento da dinâmica do investimento no Brasil. Contudo, todos mantêm seu foco na determinação macroeconômica do investimento.

Um trabalho que se diferencia destes apresentados ao realizar um recorte em cinco categorias de investimentos é o de Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos (2014), que utilizam como metodologia uma análise matricial com base em dados das contas nacionais. As cinco categorias consideradas pelos autores são: 1) investimentos em infraestrutura; 2) investimentos de famílias (principalmente construção residencial); 3) investimentos em recursos naturais; 4) investimentos para a produção de bens e serviços para consumo de massa; e 5) investimentos em atividades produtoras de bens de capital e intermediários.

Os dois primeiros grupos podem ser agregados em uma frente maior, pois se referem a inversões autônomas, definidas por políticas governamentais e pela

institucionalidade existente no país. Essa frente se constituiu, na primeira década dos anos 2000, e um importante componente da expansão dos investimentos no Brasil, com destaque significativamente maior para os investimentos em infraestrutura propriamente ditos.

Segundo os autores, após os investimentos em infraestrutura (excetuando-se os de construção residencial), as inversões que mais crescem são as relacionadas aos recursos naturais, seguidas pela produção de bens e serviços para consumo de massas. No entanto, os autores destacam maior relevância dos investimentos em serviços em relação aos bens industriais. Os investimentos nesta categoria cresceram ao longo da década, porém em média tiveram uma evolução mais tímida que os serviços.

Apesar do estudo de Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos (2014) realizar uma desagregação do investimento, não se restringindo ao seu comportamento macroeconômico, a metodologia de análise proposta na presente pesquisa (detalhada no item seguinte) avança na desagregação e aborda outras dimensões, como a composição dos portfólios de ativos e as condições de financiamento.

2.4 Proposta metodológica para análise do investimento

Este trabalho propõe uma maneira diferente de análise das decisões de investimento das empresas. Pretende-se entender tais decisões a partir de seus reflexos sobre os demonstrativos contábeis das empresas de capital aberto de origem nacional e suas relações com lucratividade, liquidez e endividamento. Os demonstrativos contábeis, embora pouco utilizados para a análise dos investimentos, já foram usados em estudos como o de Costa Pinto (2010) sobre os fluxos e estoques de riqueza dos grandes grupos econômicos brasileiros e de Rocha (2013), também interessado no comportamento desses grandes grupos, em especial nas suas transformações após as privatizações nos anos 1990. Além destes, Bacic (1990) e Miranda (2013) utilizam dados contábeis para a análise da fragilidade financeira das empresas.

De acordo com Keynes, o investimento é resultado de uma decisão empresarial quanto à forma de valorização da riqueza, conforme abordado no Capítulo 1 deste trabalho. A ampliação da capacidade produtiva é uma das formas de valorização da riqueza privada, aliada a outros tipos de ativos como os financeiros. Complementando a contribuição de Keynes, Minsky adiciona o lado dos passivos à discussão, partindo da ideia de que as escolhas de ativos envolve conjuntamente uma decisão de como financiá-los. Dessa maneira, os fluxos

gerados pelos ativos devem ser suficientes para se honrar os compromissos financeiros assumidos.

Partindo das decisões referentes à alocação de ativos, especialmente relativas ao investimento produtivo e ao financiamento desses ativos, propõe-se aqui analisar um painel de 74 empresas brasileiras de capital aberto a partir de informações de seus demonstrativos financeiros e de informações setoriais.

Em primeiro lugar, a definição do horizonte temporal se deu por questões de disponibilidade dos demonstrativos financeiros da maior parte das empresas de capital aberto mais representativas no Brasil. Por este motivo, o ano de início foi definido como 1999, marcado também pela orientação da política macroeconômica voltada para o tripé metas para a inflação, câmbio flutuante e superávit fiscal primário, com alguma flexibilidade no período pós-crise (2009 em diante). O período analisado se encerra em 2013, ano em que os dados de balanço das empresas já estavam consolidados para a realização da pesquisa, e último ano de disponibilidade dos dados da Pesquisa Industrial Anual (PIA/IBGE). Realiza-se, então, um corte setorial, entendendo que as empresas de um mesmo setor devem apresentar estruturas semelhantes entre si e diferentes das demais empresas.

Nos subitens a seguir apresentam-se os indicadores utilizados, bem como sua importância dentro da análise proposta.

2.4.1 Indicadores setoriais

O primeiro grupo de indicadores diz respeito àqueles extraídos dos dados setoriais encontrados na PIA/IBGE. Estes indicadores são:

Participação no VTI: indica, em porcentagem, a parcela do Valor da Transformação Industrial (VTI) total da indústria que é ocupada pelo setor analisado no momento. Uma tendência crescente deste indicador mostra ganho de importância do setor em questão dentro da indústria brasileira.

Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado: os gráficos elaborados a partir de dados da PIA com este título mostram o montante dispendido pelas empresas dos setores analisados naquele momento. Os dados são expressos a preços de 2012, com a utilização do deflator da formação bruta de capital fixo, do IBGE.

Imobilização do VTI: dado pela divisão do montante gasto com aquisição de ativo imobilizado (referente à compra de máquinas, equipamentos, imóveis, etc., aquilo que chamamos de investimento produtivo) pelo valor da transformação industrial, o valor adicionado pela indústria. Este indicador seria uma representação setorial da taxa de investimento considerada pela macroeconomia. Quanto maior for seu valor, maior a proporção do valor adicionado que as empresas do setor aplicam em ampliação da capacidade produtiva.

Imobilização da receita líquida: da mesma forma como fora descrito no indicador acima, as aquisições de imobilizado entram no numerador enquanto a receita líquida aparece no denominador. Indica o quanto as empresas do setor, em média, aplicam sua receita na realização de investimentos produtivos.

2.4.2 Indicadores contábeis

A análise individual das empresas é realizada a partir de dados extraídos dos demonstrativos financeiros destas. Utilizando esses dados como matéria-prima, construímos uma série de indicadores que, em nosso juízo, podem contribuir para a compreensão das decisões de investir entendidas como parte de decisões referentes à alocação de ativos em um portfólio e seu financiamento.

São três os demonstrativos financeiros aqui utilizados. O primeiro é o Balanço Patrimonial, que mostra a estrutura patrimonial e financeira da empresa, detalhando seus ativos e passivos (incluindo o patrimônio líquido). O segundo é a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), que mostra os resultados obtidos pela empresa (lucro ou prejuízo) em determinado exercício social. O resultado é dado levando em conta receitas, custos e despesas que a empresa teve no exercício considerado. O terceiro demonstrativo é a Demonstração de Fluxos de Caixa (DFC), que tem por objetivo disponibilizar informações relevantes sobre os fluxos financeiros (em dinheiro) de pagamentos e recebimentos realizados pela empresa dentro do exercício contábil. O DFC, a partir de lei de 2007, substitui a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR), que tinha por objetivo identificar os fluxos de recursos dentro de uma empresa, sua aplicação e a forma como foram gerados⁶. É importante analisar os três demonstrativos para termos uma melhor ideia das decisões das empresas. As decisões de aquisição de ativo imobilizado, por exemplo, são mais bem entendidas a partir de

⁶ Essas definições são baseadas em Assaf Neto (2010).

DFC, que mostra exatamente o montante gasto, do que pelo Balanço Patrimonial, no qual pode haver variação nos ativos por simples oscilações dos preços destes.

Abaixo estão listados os indicadores construídos a partir dos demonstrativos financeiros que consideramos que contribuem para o entendimento das decisões de investimento, separados nos grupos a seguir:

a) Indicadores referentes ao imobilizado: os indicadores subsequentes contribuem para a avaliação do tema central proposto por esta pesquisa que é a decisão de ampliação do investimento por parte das empresas, representado aqui pelas variações no ativo imobilizado.

Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado: assim como apresentado na seção de indicadores setoriais, mostra-se aqui o montante dispendido pelas empresas de capital aberto dos setores analisados naquele momento. É possível, então, realizar uma comparação entre esses valores e aqueles expressos pela PIA referentes ao total dos setores. É esperado que haja diferenças significativas no montante entre as duas fontes, porém as tendências apresentadas devem ser semelhantes. Os dados são expressos a preços de 2012, com a utilização do deflator da formação bruta de capital fixo, do IBGE.

Imobilização da receita líquida: neste indicador é analisada a comparação entre duas variáveis de fluxo. No numerador coloca-se o valor dispendido pela empresa na aquisição de ativo imobilizado, informação obtida através do DFC. Por razões de compatibilidade metodológica, incluem-se aqui também os gastos com aquisição de diferido⁷. No denominador entra a receita líquida, como representação do fluxo gerado pelas atividades operacionais das empresas, descontados os impostos sobre as vendas, antes da incidência de outros custos e despesas. O indicador aponta, portanto, a proporção da receita líquida gerada que é destinada à ampliação da capacidade produtiva. Realizar-se-á uma comparação entre a evolução deste índice para o painel de empresas do painel (Economática) e o mesmo indicador para o total dos setores (PIA). Quanto maior for o índice, maior a propensão da empresa a aplicar suas receitas na aquisição de novos ativos fixos.

⁷ O diferido é uma rubrica do ativo permanente na qual se incluem gastos de operação e pré-operacionais; gastos com pesquisa e desenvolvimento de produtos; gastos de implantação de sistemas e métodos; gastos de reorganização e reestruturação. A partir de 2005 passou-se a apresentar no DFC uma rubrica referente às compras de ativos fixos e diferidos conjuntamente. Assim, para os anos anteriores consideramos a soma da aquisição de ativos fixos com a aquisição de diferido, para que haja padronização e possibilidade de comparação entre os anos aqui considerados.

Aquisição líquida de imobilizado: constrói-se este indicador a partir de informações do DFC e do ativo. No numerador contabilizam-se os gastos com aquisição e ativos fixos e diferido subtraindo a depreciação e as vendas de ativos fixos. No denominador é colocado o estoque de imobilizado e diferido da empresa. O indicador mostra, portanto, a porcentagem do ativo imobilizado que foi efetivamente adicionada ao estoque no ano, já descontando eventuais vendas e a reposição da depreciação. Assim, é possível se ter uma ideia dos investimentos que realmente adicionaram capacidade de produção e de geração de empregos e daqueles que se referem apenas à modernização da capacidade existente.

b) Indicadores referentes ao ativo e à liquidez: os indicadores de liquidez mostram a independência da empresa em relação a seus credores no curto prazo. O objetivo de se analisar essas informações diz respeito à possível procura por posições mais líquidas por parte das empresas em momentos de maior instabilidade, o que pode comprometer novas decisões de ampliação da capacidade produtiva. Já os indicadores referentes ao ativo procuram mostrar as escolhas de portfólio da empresa. Identificamos quatro possibilidades de aplicação dos recursos pelas empresas, sendo duas delas no ativo circulante (disponibilidades e aplicações financeiras) e duas no ativo não circulante permanente (investimentos em subsidiárias ou coligadas e ativo imobilizado)⁸. Pretende-se entender, portanto, as posições com relação a estes ativos em diferentes momentos através de indicadores que mostram sua proporção dentro do ativo total.

Liquidez geral: é definida pela relação entre o ativo circulante e realizável a longo prazo e o passivo circulante e exigível a longo prazo. Portanto, este indicador representa a capacidade de pagamento das obrigações no longo prazo. Um índice de liquidez corrente menor que um indica que a empresa assumiu uma posição em que pode haver dificuldades de pagamento no longo prazo. Um aumento neste índice pode sinalizar, de certo modo e aliada à composição de seu portfólio, uma maior preferência por liquidez por parte da empresa.

Proporção das disponibilidades: mede a participação dos ativos mais líquidos (caixa e depósitos bancários) no ativo total da empresa. O indicador apresenta-se de forma relevante para entender momentos de maior preferência por liquidez por parte das empresas,

⁸ Não estão sendo analisadas em separado algumas rubricas pertencentes ao ativo (por exemplo, contas a receber) por não representarem propriamente escolhas da empresa na alocação desses ativos, sendo na realidade resultados das suas atividades operacionais.

quando estas buscam estrategicamente manter posições de maior flexibilidade frente a um cenário de incerteza. Assume valores entre zero e um.

Proporção das aplicações financeiras e investimentos: neste indicador estão contempladas as participações de duas categorias de ativos no total. A primeira delas são aplicações financeiras de curto prazo e a segunda os investimentos em subsidiárias e coligadas, sendo a primeira componente do ativo circulante a segunda do ativo não circulante. Contudo, ambas as categorias apresentam maior liquidez que os investimentos produtivos (imobilizado) e menor que as disponibilidades e representam formas alternativas de valorização da riqueza. Cabe ressaltar que nos balanços patrimoniais aparece a rubrica *investimentos*, que não se refere ao investimento produtivo, mas sim a aplicações em empresas subsidiárias ou coligadas de caráter, pelo menos a princípio, permanente. Assume valores entre zero e um.

Proporção do ativo circulante: este indicador mostra a parcela ocupada pelos ativos mais líquidos, que devem se realizar em dinheiro em até um ano, dentro do ativo total. Contribui, desse modo, para a compreensão dos prazos dos retornos esperados pela empresa em suas escolhas de portfólio. Assume valores entre zero e um.

Proporção do imobilizado: indicador chave para análise proposta neste trabalho, este mostra qual a proporção do ativo total da empresa ocupada pelo ativo imobilizado. O ativo imobilizado refere-se exatamente àquilo que nos referimos como investimento, sendo composto por máquinas, equipamentos, imóveis, etc. Portanto, podemos com sua análise entender a parcela de seus ativos que a empresa destina ao investimento produtivo, procurando identificar particularidades da empresa frente a diferentes conjunturas bem como características setoriais. Assume valores entre zero e um.

Participação das receitas financeiras: o que se obtém de informação com este indicador é a proporção das receitas financeiras no total das receitas expressas no DRE. Essa informação pode ser bastante relevante para o entendimento das decisões do lado do ativo, uma vez que um aumento da participação das receitas financeiras pode ser resultado da compra de mais ativos financeiros em detrimento dos investimentos. Assume valores entre zero e um.

c) Indicadores de rentabilidade e lucratividade: estes indicadores mostram as taxas de retorno da empresa. Procura-se, assim, perceber a existência de alguma relação entre

as variações na rentabilidade e as decisões de ampliação dos investimentos por parte da empresa.

ROA (return on assets – rentabilidade do ativo): é dado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total. Mede a lucratividade em relação aos ativos da empresa.

Margem bruta: é definida pela relação entre o lucro bruto (receita líquida – custo da mercadoria vendida) e a receita líquida. Indica o quanto a empresa consegue efetivamente transformar suas receitas em lucros e, de certo modo, mostra seu poder de mercado e capacidade de formar preços. Assume valores entre zero e um.

d) Indicadores de financiamento e estrutura de capital: todos os indicadores expostos até aqui se referem de alguma forma ao lado do ativo, ou da alocação de recursos, seja sua composição ou adições a seus estoques de ativos. Cabe então analisar o lado dos passivos ou das fontes de financiamento. O objetivo dos indicadores subsequentes é colaborar na compreensão da forma como as empresas financiam suas decisões do lado do ativo em diferentes conjunturas. Procura-se entender se as decisões de investimento vêm acopladas a um aumento do endividamento e a natureza de tal endividamento (curto ou longo prazo).

Estrutura de capital: a estrutura de capital diz respeito à composição das fontes de financiamento entre capital próprio (patrimônio líquido) e capital de terceiros (passivo). Para este indicador utiliza-se a razão entre o capital próprio e o total das fontes de financiamento, sendo a proporção de capital de terceiros o complementar. A análise da estrutura de capital é essencial para a compreensão da recorrência da empresa a fontes externas para financiar suas decisões do lado do ativo e como essa recorrência pode se modificar como resposta a fatores conjunturais. Um valor maior aqui apresentado representa maior participação de fontes de financiamento internas à empresa. Assume valores entre zero e um.

Endividamento: este indicador é dado pela razão entre o passivo exigível oneroso (empréstimos tanto de curto quanto de longo prazo) sobre o total das fontes de financiamento (passivo e patrimônio líquido). Indica, portanto, a parcela das fontes de financiamento que gera uma obrigação de pagamento de juros para a empresa. Assume valores entre zero e um.

Composição do endividamento (curto prazo): a composição do endividamento é definida pela razão entre o total de empréstimos e financiamentos de curto prazo pela soma do total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos. Pode-se entender, então,

em quais momentos a empresa está mais comprometida financeiramente no curto prazo, o que certamente impacta em suas decisões no lado do ativo. Assume valores entre zero e um.

Financiamento de longo prazo: este indicador mostra a razão entre os empréstimos e financiamentos de longo prazo no total das fontes de financiamento (passivo e patrimônio líquido). No caso brasileiro, a evolução desse índice deve indicar, em grande medida, a participação do BNDES no financiamento dos investimentos. Assume valores entre zero e um.

Proporção das despesas financeiras: o que se obtém de informação com este indicador é a proporção entre as despesas financeiras e a receita líquida, ambas as variáveis expressas no DRE. Entende-se, assim, o peso que representam as despesas decorrentes de financiamentos obtidos e o quanto estas comprometem as receitas, resultando em possíveis impactos em decisões sobre o ativo.

e) Indicadores de postura e fragilidade financeira: o último aspecto analisado parte da tipologia criada por Minsky⁹. O referido autor entende que qualquer decisão referente à alocação de ativos em um portfólio vem associada a uma decisão de como financiar tais ativos. Dessa forma, os fluxos de renda gerados pelos ativos devem ser suficientes para fazer frente aos compromissos financeiros assumidos, caso contrário a empresa estará frágil financeiramente.

Para tanto, utilizando metodologia inspirada em Bacic (1990), pode-se identificar tais posturas. Partindo das definições dadas no Capítulo 1 para as posturas financeiras, o que se adotou neste trabalho foi considerar como *hedge* a empresa que, em cada ano, apresentou o EBIT (lucro antes dos juros e impostos) maior que o montante gasto com juros e amortizações. Foi considerada *especulativa* a empresa que obteve um EBIT maior que as despesas com juros, porém menor que a soma dos juros com as amortizações. Por fim, nos casos em que as despesas com juros excederam o EBIT considerou-se que a empresa encontrava-se em situação *ponzi*.

Uma vez descritos os indicadores utilizados, a escolha das empresas analisadas obedeceu ao seguinte critério. Em primeiro lugar, foram selecionadas empresas brasileiras de capital aberto, pois seus demonstrativos financeiros estão disponibilizados na base Economática, sendo que tais empresas estão apontadas no Anexo 3. Um segundo passo na seleção foi a escolha dos setores a serem analisados. Optou-se por setores de maior relevância

⁹ A tipologia aqui apresentada pode ser encontrada em diversos trabalhos do referido autor. O trabalho adotado aqui como referência é Minsky (2010).

nos investimentos realizados no Brasil no período escolhido para a análise (1999 a 2013), seguindo dados que serão apresentados no Anexo 2. Foram realizadas algumas agregações, como a consideração da produção de couro e calçados juntamente com o setor têxtil, e alguns setores, como a produção de automóveis, foram excluídos do painel pela ausência de empresas nacionais de capital aberto.

A Tabela 1 mostra a participação dos setores selecionados na receita líquida total da indústria brasileira e das empresas selecionadas na receita líquida dos setores selecionados. Percebe-se que ambas as participações são crescentes ao longo do período analisado e, sendo os setores aqui considerados responsáveis por cerca de três quartos da receita líquida da indústria brasileira, considera-se uma boa representação. A participação das empresas dentro desses setores chega a 40% ao final do período, o que pode ser considerado uma boa representatividade levando em consideração que há disponibilidade das informações necessárias apenas para as empresas de capital aberto.

**Tabela 1 - Participação na receita líquida (%) – Empresas e setores selecionados
– 1999 a 2013**

	Participação dos setores na receita líquida da indústria brasileira	Participação das empresas selecionadas na receita líquida dos setores selecionados
1999	73,1	22,6
2000	72,2	27,6
2001	73,0	26,9
2002	74,9	28,8
2003	75,7	29,8
2004	75,9	31,3
2005	75,2	34,5
2006	75,1	36,1
2007	75,2	39,5
2008	76,7	41,4
2009	76,4	37,7
2010	76,2	40,4
2011	76,5	40,8
2012	76,7	41,1
2013	76,7	40,8

Fonte: Elaboração própria a partir da PIA/IBGE e Economatica

Com a utilização da metodologia aqui descrita pretende-se obter uma análise do comportamento dos investimentos entre 1999 e 2013, especificamente suas diferenças setoriais. A análise proposta envolve uma interpretação financeira a respeito do investimento e, por essa razão, realizam-se investigações acerca da composição dos portfólios de ativos e do financiamento destes, o que será escopo do Capítulo 3 deste trabalho. Essa proposta metodológica difere dos estudos já existentes basicamente por duas razões. A primeira seria a possibilidade de recorte setorial e a segunda a aplicação empírica do referencial teórico minskyano, trazendo elementos de economia financeira e contabilidade e análise de balanços.

Capítulo 3 – Análise setorial do investimento no Brasil entre 1999 e 2013

3.1 Introdução: panorama da economia brasileira no período 1999-2013

Neste capítulo concentra-se o foco principal desta tese: a análise das decisões de investimento e financiamento das empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, faz-se necessária, a princípio, a exposição de um breve panorama da evolução da economia brasileira no período analisado, que vai de 1999 a 2013. Dentro do referido período há diferentes conjunturas, com momentos de baixo crescimento econômico alternados com outros de maior dinamismo, incluindo um período de cinco anos de crescimento elevado e com expansão dos investimentos.

Nesse contexto, pretende-se analisar os reflexos dessas diferentes conjunturas nas decisões de alocação de portfólio e de financiamento adotadas pelas empresas do painel escolhida, através da metodologia indicada no capítulo 2, bem como possíveis impactos das condições estruturais dos distintos setores de atividade em tais decisões.

Em termos de política econômica foi adotado durante todo o período (ao menos até as políticas anticíclicas utilizadas em resposta aos impactos da crise internacional de 2008/2009) o chamado tripé macroeconômico, formado pelo câmbio flutuante (em oposição à âncora cambial vigente até janeiro de 1999), política fiscal voltada para obtenção de superávits primários e a busca pela estabilidade de preços pautada pelo Regime de Metas de Inflação.

O referido tripé foi adotado como referência para a política econômica brasileira após a recorrência ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para sanar os problemas de balanço de pagamentos advindos dos elevados déficits nas transações correntes no período da âncora cambial, que resultaram em uma significativa perda de reservas. O governo brasileiro, do então presidente Fernando Henrique Cardoso, adotou as medidas descritas seguindo as recomendações de seu credor, o FMI (Sicçu, 2007).

A política de câmbio flutuante resultou em maiores oscilações da taxa cambial, começando com uma desvalorização em 1999, que acabou por gerar certo dinamismo das exportações, que foram o motor do crescimento econômico, ainda que baixo, até 2003. Certamente a taxa de câmbio não fora o único fator que contribuiu para o aumento das exportações brasileiras nos anos 2000, tendo grande importância também o elevado crescimento chinês e a demanda dessa economia por commodities que o Brasil produz, como

minério de ferro e soja. Além das exportações diretas para a China, a demanda aquecida por parte deste país contribuiu para o aumento dos preços internacionais das commodities exportadas pelo Brasil, tanto que mesmo em períodos de valorização cambial, como em 2007/2008, o país apresentou superávit nas transações correntes.

Com relação à política fiscal, desde 1999 foi adotada uma meta de superávit primário de 3,5% para fazer face ao pagamento dos juros da dívida, por recomendação do FMI, credor da dívida brasileira à época. Essa meta fora aumentada para 4,5% em 2003, já no Governo Lula, como uma forma de sinalização aos credores de que as diretrizes da política econômica seriam mantidas. A meta de superávit primário, em alguns anos inclusive superada, permaneceu no tripé mesmo após o término dos pagamentos ao FMI. Quando se pode notar certa mudança foi a partir de 2009, como uma medida anticíclica de resposta à crise internacional, período no qual a perseguição à meta fiscal não esteve no centro das decisões de política econômica, havendo liberdade para a realização de gastos ou desonerações como meio de estimular a atividade econômica.

O terceiro componente do tripé, o Regime de Metas de Inflação (RMI), se estabeleceu como guia para a política monetária. Neste regime, estabelecem-se metas anuais para a inflação que devem ser perseguidas pelo Banco Central a fim de garantir a credibilidade da autoridade monetária frente aos agentes privados, que primam por um ambiente de inflação baixa que aumentaria a previsibilidade do retorno de um investimento. Para se perseguir tal meta, o instrumento utilizado é a taxa básica de juros (Cardim de Carvalho et al, 2001).

Identifica-se aqui uma importante contradição, se levarmos em conta uma visão keynesiana sobre o investimento. Um ambiente de inflação controlada é, sim, mais favorável ao investimento, contudo, o instrumento utilizado para baixar a inflação sendo a elevação dos juros tornaria as decisões de valorização da riqueza privada mais inclinadas aos ativos financeiros em detrimento das aquisições de capital fixo.

O descrito tripé da política macroeconômica permaneceu intacto durante os governos Cardoso e Lula, ao menos até a chegada dos impactos da crise internacional ao Brasil no final de 2008. Contudo, há alguns aspectos que diferenciam o Governo Lula, em especial a partir de 2004, que contribuem para explicar um ciclo expansivo de investimentos ocorrido principalmente de 2006 a 2008.

O primeiro aspecto se refere à distribuição da renda. O Brasil é historicamente um país muito desigual e uma das dimensões dessa desigualdade se refere à elevada concentração

de renda presente no país. Dois fatores em especial contribuíram para uma relativa melhora na distribuição da renda no Brasil nos anos 2000. O primeiro deles diz respeito às políticas de transferência de renda, que se consolidaram com o Bolsa Família, que envolvem a garantia de uma renda mínima às famílias mais pobre, com a contrapartida de se manter os filhos na escola. O segundo fator se refere às melhorias apresentadas pelo mercado de trabalho brasileiro, historicamente marcado por desemprego elevado, baixos salários e alto grau de informalidade. Em primeiro lugar, houve um aumento de empregos formais, contrariando a tendência de crescimento da informalidade nos anos 1990. O crescimento econômico relativamente maior e contínuo entre 2004 e 2008 contribuiu para este fenômeno, assim como a maior fiscalização empreendida por instituições como o Ministério Público do Trabalho e a Justiça do Trabalho, algo que já vinha ocorrendo desde 1999 (Baltar, Krein e Moretto, 2007). O aumento de empregos formais se refletiu também em uma queda da taxa de desemprego, de 12% em 2002 para cerca de 5% em 2012. Outro ponto a se destacar foi a elevação dos salários, em especial os mais baixos, em virtude da política de valorização real do salário mínimo.

A melhora na distribuição da renda, via políticas sociais e melhorias no mercado de trabalho, acabou por dinamizar o consumo das famílias, uma vez que maior parcela da renda passou a ficar nas mãos de famílias com maior propensão a consumir. Além disso, outro fator que contribuiu para o crescimento do consumo foi a ampliação do crédito, que, entre outras medidas, teve a criação do crédito consignado (descontado diretamente na folha de pagamento) (Barbosa e Souza, 2010).

Com a expansão do consumo, a demanda interna passou a ser o motor do crescimento da economia a partir de 2004 e induziu a realização de investimentos privados, especialmente de 2006 a 2008. Esse período coincide com a participação maciça do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no financiamento de longo prazo e com programas do governo voltados para a realização de investimentos em infraestrutura, como o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) (Barbosa e Souza, 2010).

Em síntese, até a emergência da crise em 2008, o período que se inicia em 2004 mostra um cenário pautado por um superávit em transações correntes, puxado pelas exportações de commodities, que reduz em certa medida a vulnerabilidade externa do país. Além disso, apresenta-se uma situação de crescimento puxado pela demanda interna, com o consumo impulsionado pela melhor distribuição da renda e pela expansão do crédito e o

investimento induzido pelo consumo interno e pelos financiamentos do BNDES, além de obras de infraestrutura realizadas no âmbito do PAC. As particularidades setoriais do investimento serão discutidas mais adiante.

Com os efeitos da crise internacional sentidos pelo Brasil a partir de 2008, é importante destacar que a resposta a esta fora distinta das adotadas em outros momentos de instabilidade nos anos 1980 e 1990. De acordo com Barbosa e Souza (2010), as ações do governo federal podem ser divididas em três grupos. O primeiro diz respeito à continuidade das políticas de transferência de renda, da valorização real do salário mínimo, dos projetos de investimento no âmbito do PAC e dos empréstimos do BNDES.

O segundo grupo se refere a medidas temporárias de combate à crise, como intervenções nos mercados de câmbio e, em especial, uma expansão do crédito através dos bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) aliada à redução dos depósitos compulsórios, a fim de manter aquecida a demanda interna. Além dessas medidas, houve, por parte da política monetária uma redução da taxa de juros (embora ainda fosse uma das mais altas do mundo) e, pelo lado da política fiscal, uma série de desonerações tributárias, como a redução do Imposto sobre produtos industrializados (IPI) para o setor automotivo e para a linha branca.

Por fim, foram adotadas também medidas que Barbosa e Souza (2010) classificam como estruturais, dentre as quais se destaca o programa *Minha Casa, Minha Vida*, que se destina à construção de casas para a população de mais baixa renda, e que acabou por estimular o setor da construção civil.

As medidas adotadas contribuíram para uma recuperação rápida da economia brasileira já em 2010. Contudo, como se pode observar na Tabela 1, a partir de 2011 se inicia um novo período de baixo crescimento, se comparado à segunda metade da década de 2000. Apesar de 2009 ter sido o ano de auge da crise iniciada nos Estados Unidos, seus efeitos globais ainda são sentidos nos anos seguintes, especialmente em países europeus, que enfrentam condições de baixo crescimento, alto endividamento público e políticas de corte de gastos para enfrenta-lo, e elevadas taxas de desemprego.

Nesse contexto ainda de crise internacional, o Brasil passa por um período de desaceleração, em especial no setor industrial. O investimento não cresce mais como entre 2006 e 2008, possivelmente por uma incerteza quanto às conjunturas externa e interna. Externamente, em virtude da desaceleração da economia mundial, há uma queda das exportações brasileiras. Internamente, o consumo não apresenta mais o mesmo dinamismo,

como reflexo, entre outras coisas, de um movimento cíclico resultante de um nível de endividamento elevado após a expansão do crédito e de certo desaquecimento do consumo de bens duráveis, que comandaram o ciclo expansivo. Pelo lado os investimentos públicos, o que se observa é uma desaceleração das inversões realizadas no âmbito do PAC (Serrano e Summa, 2015).

Além disso, as empresas industriais sofrem com o aumento da concorrência com importações e também aumentam seu coeficiente importado em um cenário no qual se consegue trazer produtos muito baratos produzidos na China (Hiratuka e Sarti, 2015), o que tem efeitos perversos sobre a produção interna e, por consequência, para a geração de empregos.

**Tabela 2 – Componentes da demanda agregada – Variação real anual (%) –
Brasil, 1999 a 2013.**

Ano	PIB	Consumo das famílias	Investimento	Gastos do Governo	Exportações	Importações
1999	0,25	0,38	-8,20	1,69	5,71	-15,09
2000	4,31	4,03	5,03	-0,15	12,86	10,80
2001	1,31	0,68	0,44	2,74	10,05	1,51
2002	2,66	1,93	-5,23	4,75	7,42	-11,82
2003	1,15	-0,78	-4,59	1,15	10,40	-1,62
2004	5,71	3,82	9,12	4,09	15,29	13,30
2005	3,16	4,47	3,63	2,30	9,33	8,47
2006	3,96	5,20	9,77	2,58	5,04	18,45
2007	6,09	6,07	13,85	5,13	6,20	19,88
2008	5,17	5,67	13,57	3,17	0,55	15,36
2009	-0,33	4,44	-6,72	3,11	-9,12	-7,60
2010	7,53	6,94	21,33	4,23	11,52	35,84
2011	2,73	4,09	4,72	1,93	4,49	9,75
2012	1,03	3,22	-4,01	3,33	0,48	0,20
2013	2,49	2,55	5,18	1,89	2,53	8,34

Fonte: SCN/IBGE apud Ipeadata

A Tabela 2 sintetiza os movimentos dos componentes da demanda agregada no período em questão, descritos nos parágrafos anteriores:

Levando em consideração os aspectos apresentados até aqui, parte-se na sequência para a análise setorial das decisões de investimento, para as quais o entendimento da conjuntura da economia brasileira, apresentada aqui, é de fundamental importância.

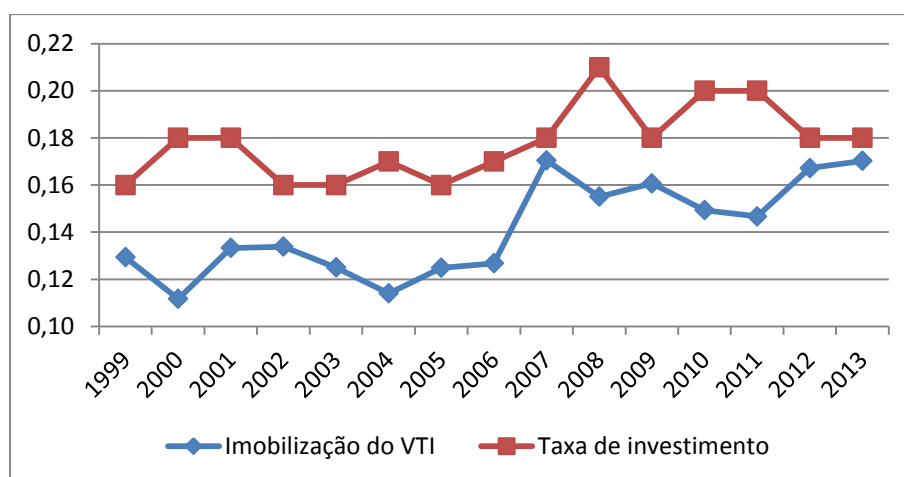
3.2 Investimentos na indústria brasileira

Como já destacado neste capítulo, a economia brasileira vivenciou diversas conjunturas distintas entre 1999, após o fim da âncora cambial, e 2013. Essas diferentes conjunturas são refletidas também no comportamento dos investimentos industriais. Como pode ser visto na Tabela 2, na seção anterior, o país passou por um momento bastante auspicioso com relação à formação bruta de capital fixo entre 2006 e 2008, antes da crise internacional, dentro de um período de crescimento econômico iniciado em 2004. Contudo, pretende-se mostrar que este período de expansão dos investimentos não ocorreu de forma de igual entre os setores industriais e que também foram diferentes os reflexos das decisões de investir sobre os indicadores financeiros das empresas.

O Gráfico 3 mostra a evolução da taxa de investimento (formação bruta de capital fixo em porcentagem do PIB) e da imobilização do valor da transformação industrial (VTI), que pode ser entendida como uma *proxy* da taxa de investimento para o setor industrial. Em ambas as séries se observa um patamar mais elevado após 2006, apesar da ocorrência de algumas oscilações. A taxa de investimento atinge em 2008 seu valor mais elevado (21%) enquanto que os pontos mais altos da imobilização do VTI aparecem em 2007 e 2013 (17%).

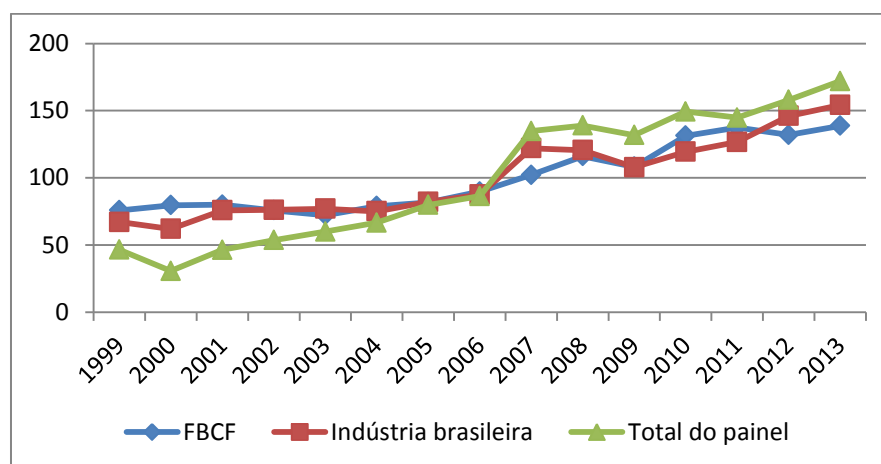
Destaca-se que a imobilização do VTI se situa em todos os anos do período abaixo da taxa de investimento, mostrando que a porcentagem do valor adicionado pelos outros setores da economia (agropecuária, serviços e construção) destinada ao investimento deve ser maior que a da indústria. Nos dois últimos anos do período, contudo, há certa aproximação entre esses valores.

Em complemento, o Gráfico 4 mostra que, apesar das diferenças observadas no gráfico analisado anteriormente, a evolução da formação bruta de capital fixo entre 1999 e 2013 segue uma trajetória praticamente idêntica à dos investimentos da indústria brasileira. Do mesmo modo, a trajetória dos investimentos das 74 empresas selecionadas também é bastante semelhante, mostrando consistência dos dados utilizados.

Gráfico 3 – Taxa de investimento e imobilização do VTI – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir da PIA/IBGE e SCN/IBGE

Gráfico 4 – Evolução da formação bruta de capital fixo, dos investimentos industriais e dos investimentos das 74 empresas do painel – Média 1999-2013=100 – valores a preços de 2012.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA/IBGE, Economática e SCN/IBGE

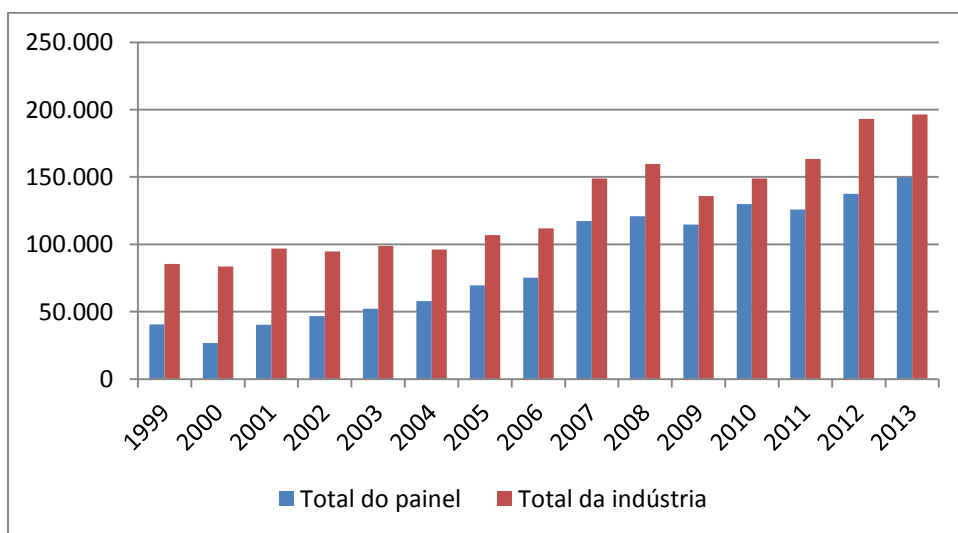
Os gráficos seguintes (5, 6 e 7) apresentam os indicadores chave que serão utilizados neste trabalho para análise setorial do investimento, mais adiante. No Gráfico 5 tem-se o volume total dispendido com aquisição de ativo imobilizado, sendo neste caso os dados provenientes de duas fontes diferentes, a PIA para o total da indústria brasileira e a Economática para o total das empresas do painel. Percebe-se que, assim como mostrado no Gráfico 4, as trajetórias são bastante semelhantes, sendo que há uma aproximação entre as séries ao longo do tempo, em especial até 2010, mostrando que as empresas do painel passam a representar uma parte mais importante do total investido. A análise da trajetória mostra um

patamar mais alto em 2007 e 2008 em relação aos anos anteriores, com uma queda em 2009 (ano dos impactos da crise do *subprime* no Brasil) e uma tendência crescente de 2010 em diante.

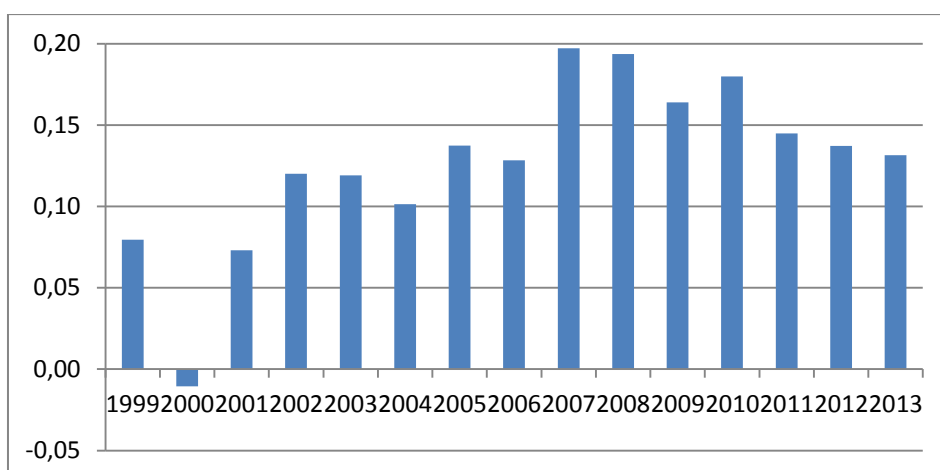
No entanto, analisando o Gráfico 6, algumas ponderações devem ser feitas. O indicador de aquisição líquida de imobilizado mostra o quanto dos dispêndios realizados efetivamente resultou em ampliação do estoque de capacidade produtiva e, portanto, de geração de postos de trabalho. Percebe-se que em um ano apenas (2002) esse valor foi negativo, indicando que as aquisições realizadas não compensaram as vendas de ativos fixos e a depreciação, devendo ser destinadas, em sua maioria, à modernização da capacidade produtiva.

Também se deve destacar que, embora os maiores valores observados para os gastos com aquisição de ativo imobilizado tenham de dado em 2012 e 2013, o indicador de aquisição líquida para estes dois anos é menor do que em todo o período pós-2007, indicando que tais dispêndios não tiveram um caráter essencialmente ativo de ampliação da capacidade produtiva existente.

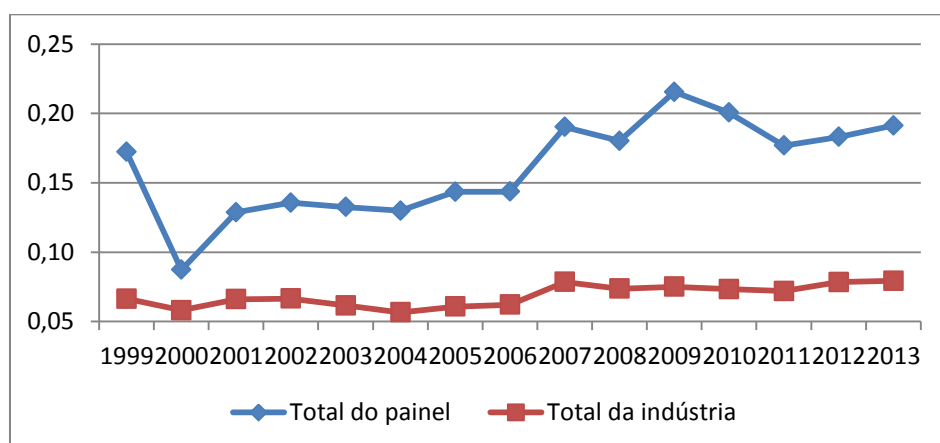
Gráfico 5 - Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Total do painel e Total da indústria – 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Econômica e da PIA/IBGE

Gráfico 6 – Aquisição líquida de imobilizado – Total do painel – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 7 – Imobilização da receita líquida – Total do painel – 1999 a 2013.

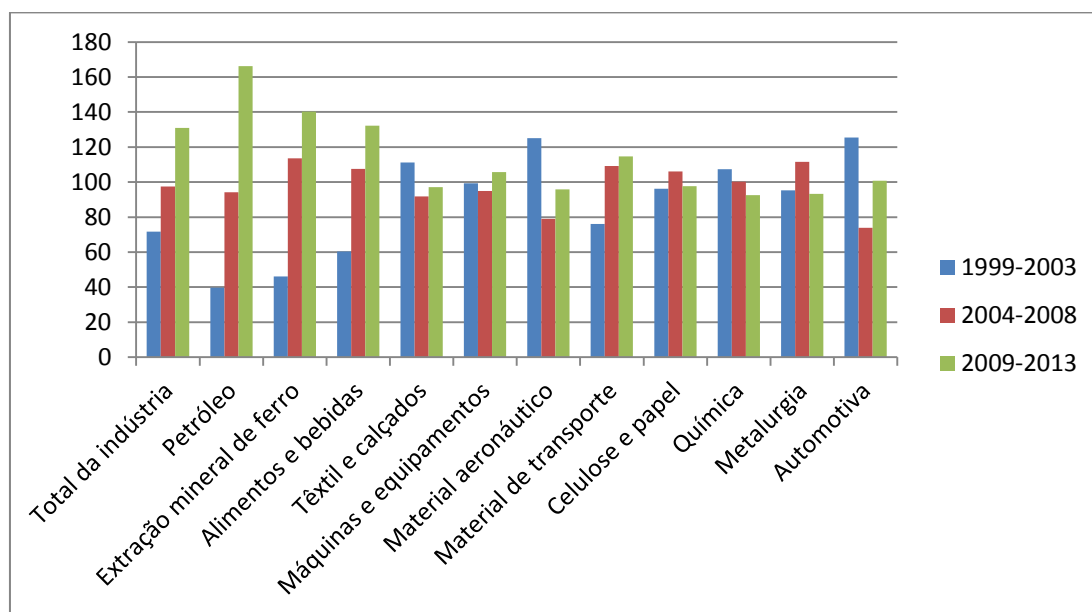
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática e da PIA/IBGE

No Gráfico 7 tem-se a evolução do indicador de imobilização da receita líquida, também proveniente das duas fontes utilizadas. Observa-se que há uma diferença significativa de patamares, sendo diferenças metodológicas entre as bases de dados e o fato de o painel de empresas ser diferente da população englobada pela PIA algumas das razões para tanto. Contudo, a evolução apresentada é relativamente semelhante, indicando aumento de patamar a partir de 2007 em relação aos anos anteriores. Entretanto, em especial pelos dados da PIA, observa-se um percentual muito pequeno da receita líquida que é reinvestida na aquisição de ativo imobilizado.

Uma vez apresentados indicadores gerais sobre o investimento industrial no Brasil no período 1999-2013, cabe agora iniciar a análise das diferenças setoriais propostas neste

trabalho. A escolha dos setores se deu em decorrência de sua relevância para o investimento da indústria brasileira agregada, conforme expresso no Anexo 2 deste trabalho. Os setores selecionados correspondem em 2013 a 76% do total dos investimentos industriais, tendo iniciado o período com 64% e atingido 83% em 2007.

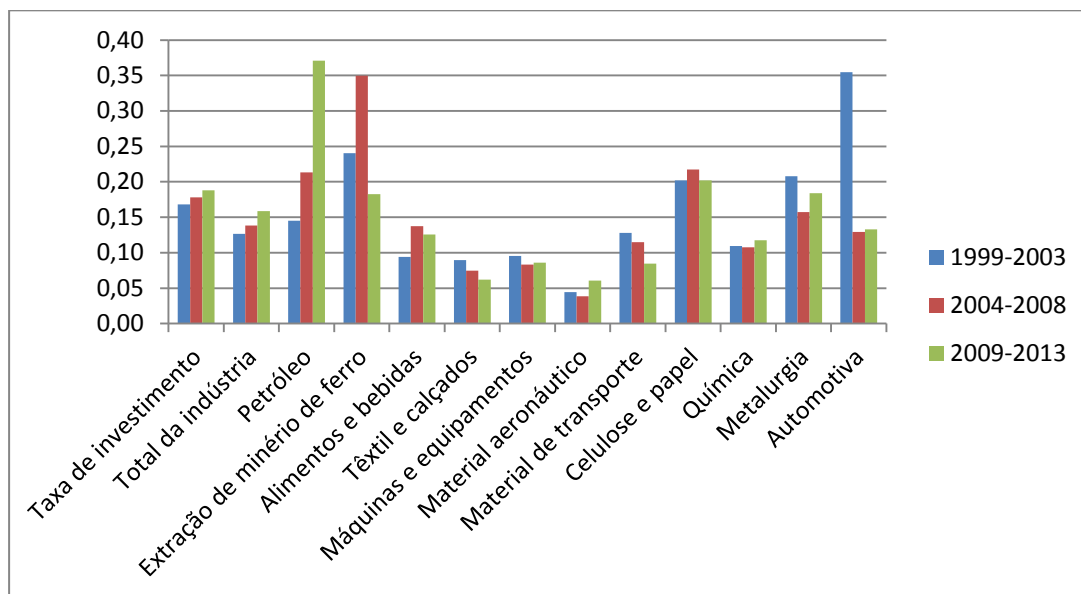
Gráfico 8 – Evolução dos investimentos – Média 1999-2013=100 – setores selecionados.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA-IBGE

O Gráfico 8 mostra exatamente essas diferenças setoriais. Analisando as médias de gastos com aquisição de ativo imobilizado por setor, percebe-se que os movimentos observados no total da indústria são reflexos, basicamente, do comportamento dos setores de refino de petróleo, extração de minério de ferro e alimentos e bebidas. Nesses três setores, assim como no total da indústria, os investimentos no primeiro período de cinco anos (1999 a 2003), marcado pelo baixo crescimento médio, aconteceram em patamares menores que a média total do período 1999-2013, com um patamar mais elevado nos quinquênios seguintes e uma nova alta no último conjunto de cinco anos. Nota-se, contudo, que dos setores retratados no referido gráfico, apenas o de material de transporte apresenta comportamento semelhante, porém com diferenciais menores. Nos demais setores, o comportamento do investimento nos três períodos é bastante variado e será discutido mais adiante.

Gráfico 9 – Imobilização do VTI – Média dos quinquênios – Setores selecionados, 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA-IBGE

Complementando essa análise inicial, o Gráfico 9 mostra o indicador de imobilização do VTI para os setores selecionados, bem como a taxa de investimento média apresentada pela economia brasileira nos três quinquênios em questão. Em primeiro lugar, observa-se que a imobilização do VTI da indústria brasileira, que pode ser entendida como uma *proxy* da taxa de investimento apenas para o setor industrial, aparece menor que a referida taxa, embora a trajetória seja a mesma. Fica evidente neste gráfico que a porcentagem do valor agregado que é destinada aos investimentos é bastante distinta entre os setores e que não é generalizado o movimento observado no total da indústria. Nota-se que à exceção dos setores de petróleo, extração mineral de ferro, metalurgia e celulose e papel, em todos os outros os valores observados são bem inferiores à média da indústria.

Neste ponto, dois aspectos em especial chamam atenção. O primeiro é a magnitude deste indicador para o setor de petróleo, em especial no terceiro período, e para o de extração de minério de ferro, destacadamente no segundo, sendo notadamente maior que a média da indústria. O outro aspecto diz respeito ao setor automotivo. Este setor foi incluído nestas primeiras análises, mesmo não havendo empresas brasileiras de capital aberto, para se fazer um paralelo com um segmento bastante oligopolizado e dominado por empresas transnacionais inseridas nas cadeias globais de valor. Observa-se que o indicador de imobilização do VTI da indústria automotiva atinge, no primeiro quinquênio, 35%, chegando

ao patamar do segmento petrolífero do terceiro período e da mineração de ferro no segundo. Contudo, de 2004 em diante esse índice cai bastante, situando-se abaixo da média da indústria.

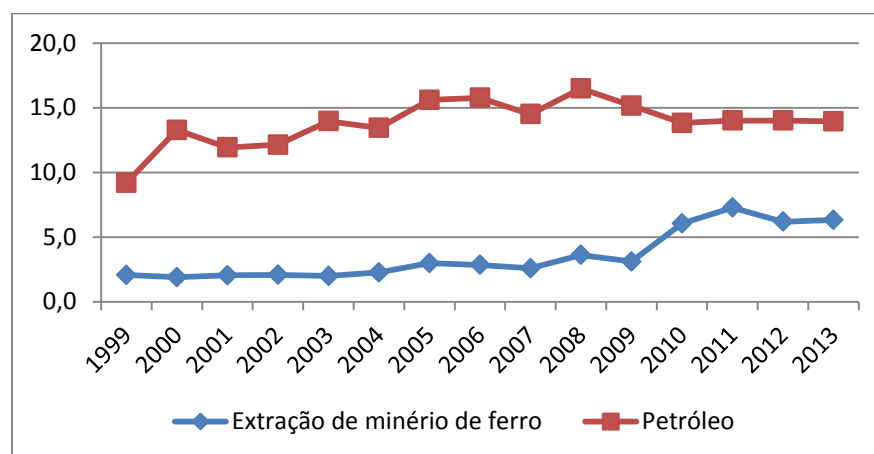
Dos três setores de maior destaque, dois deles, o de refino de petróleo e de extração de minério de ferro, são dominados cada um por uma empresa, respectivamente Petrobrás e Vale. Desse modo, na análise que segue pretende-se compreender a importância dessas duas empresas para os investimentos realizados no Brasil entre 1999 e 2013.

3.2.1 A importância e Petrobrás e Vale no investimento industrial agregado

No Gráfico 10 é possível visualizar a evolução da participação dos setores de refino de petróleo e extração de minério de ferro, já destacados como importantes relevantes para o investimento industrial no Brasil, dentro do Valor da Transformação Industrial (VTI). Nota-se que em ambos os setores a tendência é de crescimento da participação. O segmento de refino de petróleo inicia o período com 9,2% do VTI e, atinge o ponto mais alto em 2008 com 16,5% e em 2013 encontra-se responsável por 14%. Já o segmento de extração de minério de ferro, apesar de menos representativo, tem um crescimento relevante, de cerca de 2% do VTI para 6,3%, tendo atingido seu ponto mais alto em 2011, com 7,3%.

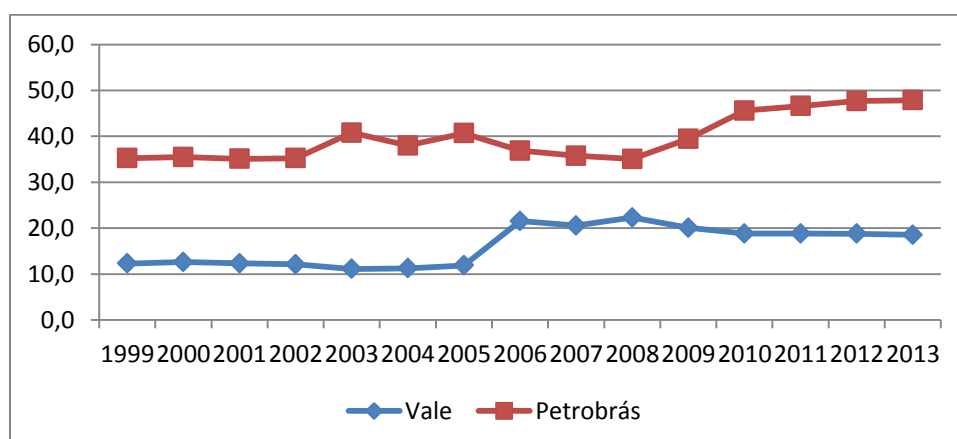
A tendência de crescimento da participação dos setores em questão é observada também com relação às suas principais empresas, Petrobrás e Vale, dentro do painel de 74 empresas de capital aberto selecionadas neste trabalho. Visualiza-se no Gráfico 11 que em 1999 a Petrobrás era responsável por 35% dos ativos totais das empresas do painel e que essa proporção aumenta especialmente a partir de 2009, chegando a 48% em 2013. Ou seja, somados os ativos de 74 grandes empresas brasileiras de capital aberto, os ativos da Petrobrás representam quase a metade do total. Já a Vale inicia o período com 12% e, após um salto de participação em 2006, o termina com 19%. Somando-se as duas empresas, chega-se a quase 70% do total de ativos das 74 do painel. Um dos fatores que explica esse crescimento da Vale é uma estratégia de aquisição de mineradoras no Brasil (Rocha, 2014).

Gráfico 10 – Participação (%) no VTI da indústria brasileira – Extração de minério de ferro e refino de petróleo – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA-IBGE

Gráfico 11 – Participação (%) no ativo das 74 empresas selecionadas – Vale e Petrobrás – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da Economática

Sobre o porte das empresas e a concentração do pessoal ocupado nas maiores, seguem-se algumas observações. As empresas das indústrias extrativas são, em média, de maior porte que as da indústria de transformação. Em 2013, 26% do pessoal ocupado nas indústrias extrativas está nas quatro maiores empresas, enquanto que essa proporção é apenas 2,8% na indústria de transformação. Nota-se também que o porte das empresas de extração de minerais ferrosos (85% do pessoal ocupado nas quatro maiores empresas em 2013) e de refino de petróleo (90%) é significativamente maior que o da média das indústrias.

No entanto, os dois setores aqui analisados apresentam uma tendência distinta da média das indústrias. Enquanto na média das indústrias extrativas e de transformação observa-

se um aumento da concentração do pessoal ocupado nas empresas de maior porte, em extração de ferro e refino de petróleo há uma leve desconcentração, embora a proporção do pessoal ocupado nas maiores empresas ainda seja bastante elevada¹⁰.

Após esta breve análise dos setores, segue-se a descrição dos indicadores extraídos dos demonstrativos financeiros de Petrobrás, Vale e do total das 74 empresas de capital aberto selecionadas no painel.

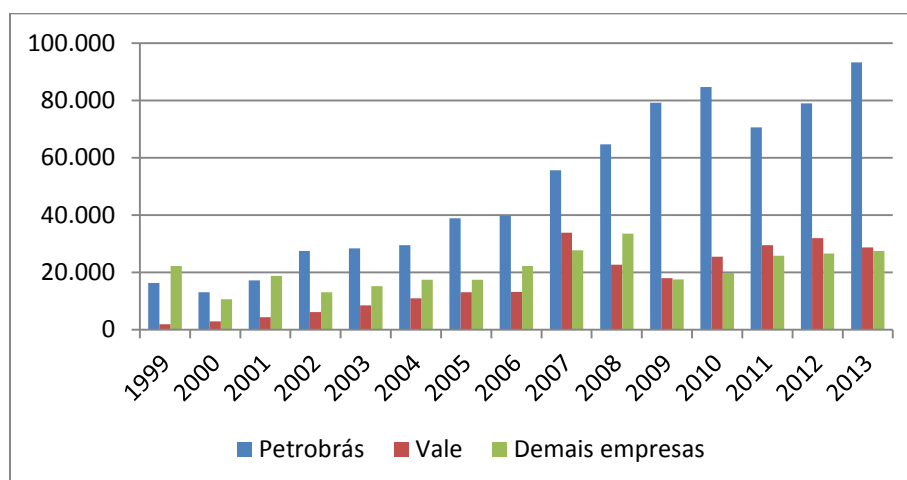
Sobre os gastos com aquisição de ativo imobilizado, no Gráfico 12 percebe-se a magnitude dos dispêndios realizados pela Petrobrás frente à Vale e às demais empresas do painel. É possível visualizar que de 2002 em diante os gastos da Petrobrás foram superiores aos da soma das outras 72 empresas (excluindo aqui a Vale) e que essa diferença passa a ter maior dimensão após a crise de 2008. Além disso, no ano de 2007, no qual os dispêndios com imobilizado da Petrobrás não superaram a soma das outras 74 empresas (aqui incluindo a Vale), foi justamente aquele de maior volume de gastos realizados pela Vale. Ou seja, a preponderância dessas duas empresas fica evidente, sendo que a própria Vale em diversos anos também supera a soma dos investimentos das demais.

Em comparação com o Gráfico 13, que mostra o mesmo indicador, mas dessa vez considerando o total dos setores (extrapolando o painel das 74 empresas), percebe-se que os movimentos são semelhantes, embora de magnitudes diferentes. Ao contrário do que acontece quando considerado apenas o painel, nesse caso os investimentos dos demais setores superam os dos segmentos de refino de petróleo e de extração mineral de ferro. Entretanto, deve-se notar que a diferença se reduz ao longo do período, com os dois setores em questão se aproximando da soma dos demais. Em 1999, estes representavam 10% dos investimentos industriais totais e chegam a 40% em 2013.

Outro ponto importante diz respeito ao fato de os valores para Petrobrás e Vale excederem o total de seus respectivos setores. Isso ocorre porque as duas referidas empresas são grupos que possuem certo grau de diversificação de suas atividades, atuando também em outros setores que não os seus de origem.

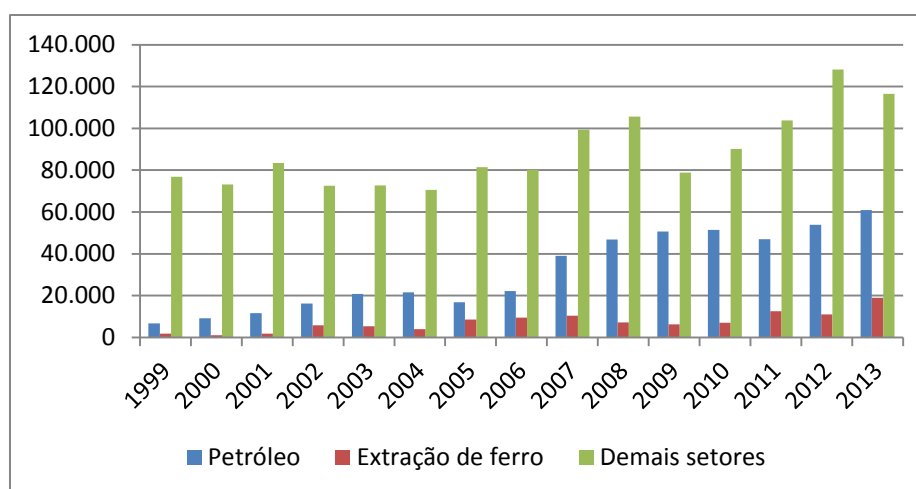
¹⁰ Sobre a evolução recente dos índices de concentração do pessoal ocupado nas 4, 8 e 12 maiores empresas em cada um dos setores, ver Anexo 1.

Gráfico 12 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Petrobrás, Vale e demais empresas do painel – 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 13 - Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Petróleo, extração de minério de ferro e demais setores –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012

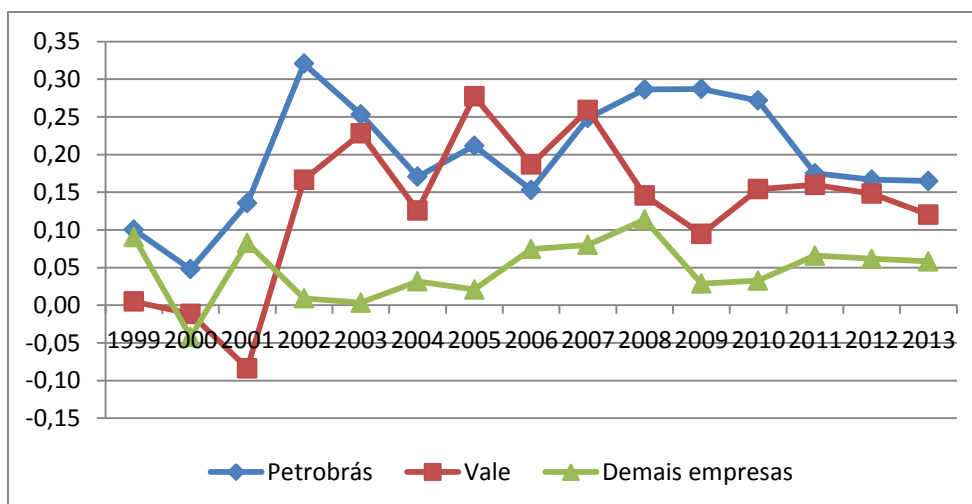


Fonte: Elaboração própria a partir da PIA/IBGE

O indicador de aquisição líquida de imobilizado, que aparece no Gráfico 14, complementa essa análise. Destaca-se que em todos os anos do período analisado o acréscimo líquido da Petrobrás é maior que o das demais empresas do painel, com pico de 32% em 2002, um período de alta entre 2008 e 2010 (perto de 30%) e fechando o período em desaceleração, com índice de 16%. Já a Vale, que apresenta valores negativos no início do período, também mostra de 2002 a 2007 um índice de aquisição líquida maior que o das demais empresas,

superando também o da Petrobrás em 2005, 2006 e 2007. O indicador, contudo, cai no pós-crise e, com algumas oscilações, fecha o período em 12%.

Gráfico 14 – Aquisição líquida de imobilizado – Petrobrás, Vale e demais empresas do painel – 1999 a 2013.



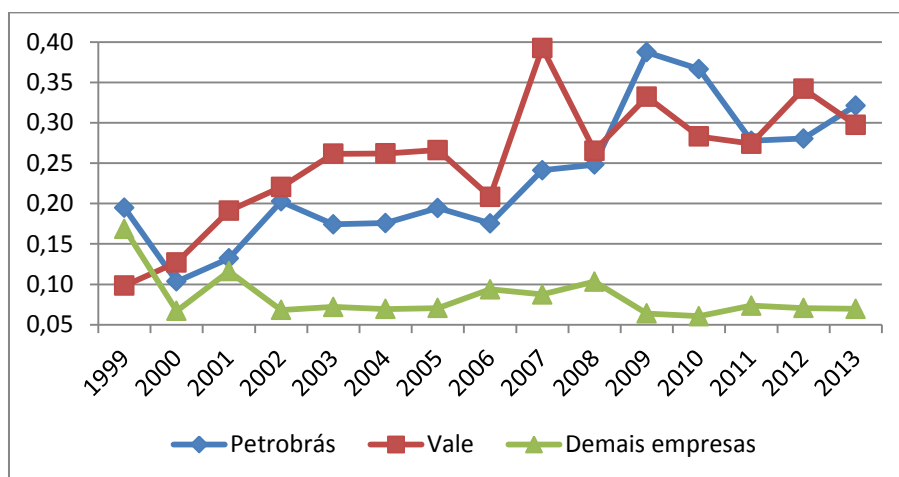
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Percebe-se também que nos anos de 2002 a 2005 e depois em 2009 e 2010 o indicador de imobilização é líquida é muito próximo de zero para as demais empresas. Esse indicador cresce em 2011, ficando no patamar de 7% até 2013. É notável a magnitude da diferença entre a efetiva adição de capacidade produtiva da Vale e da Petrobrás em relação às outras empresas do painel.

No que diz respeito à imobilização da receita líquida (Gráfico 15), percebe-se que tanto Vale quanto Petrobrás destinam uma proporção maior de suas receitas para aquisição de imobilizado que as demais empresas em praticamente todos os anos do período 1999-2013. Nas duas grandes empresas, a trajetória é crescente de 2000 em diante, apesar de algumas oscilações. É importante destacar que o maior valor deste índice apresentado pela Petrobrás se dá em 2009 (39%), exatamente o ano de maior queda dos investimentos na economia brasileira em virtude da crise internacional. Isso indica que os gastos realizados pela empresa não seguiram a lógica das demais, que frearam na recessão. A partir do referido ano, a imobilização da receita líquida retorna ao patamar de 6 a 7% característico dos anos anteriores ao ciclo positivo de investimentos, sendo que nos anos de 2006 a 2008 esse valor chegou a 10%.

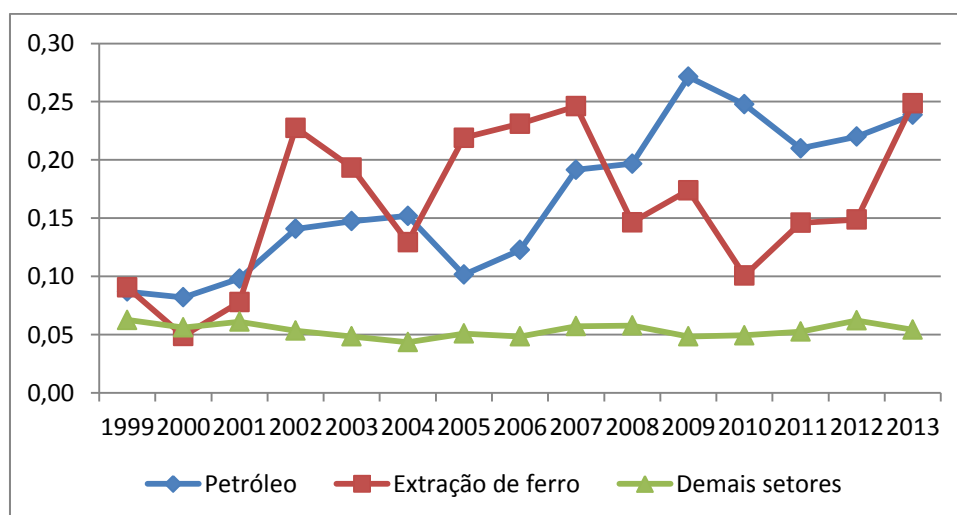
Comparando com o Gráfico 16, composto pelos dados setoriais da PIA, percebem-se movimentos praticamente idênticos e a persistência da diferença dos dois setores em questão em relação aos demais, que se mantém em cerca de 5% de imobilização da receita líquida.

Gráfico 15 – Imobilização da receita líquida – Petrobrás, Vale e demais empresas do painel – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 16 – Imobilização da receita líquida – Petróleo, extração de minério de ferro e demais setores– 1999 a 2013.

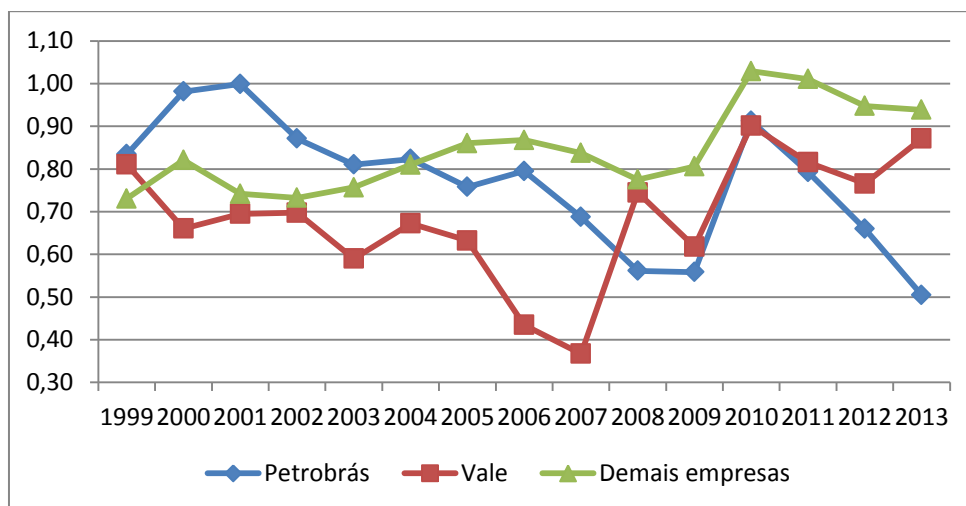


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PIA/IBGE.

Os gráficos seguintes mostram a evolução dos outros indicadores considerados, que se relacionam com a aquisição de ativo imobilizado. No Gráfico 17 é retratado o

indicador de liquidez geral, entendido como a capacidade de pagamento das obrigações financeiras das empresas analisadas no longo prazo. Pode-se inferir que em momentos de menor preferência pela liquidez por parte das empresas este indicador assume valores menores, e vice-versa.

Gráfico 17 – Liquidez geral – Petrobrás, Vale e demais empresas –1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

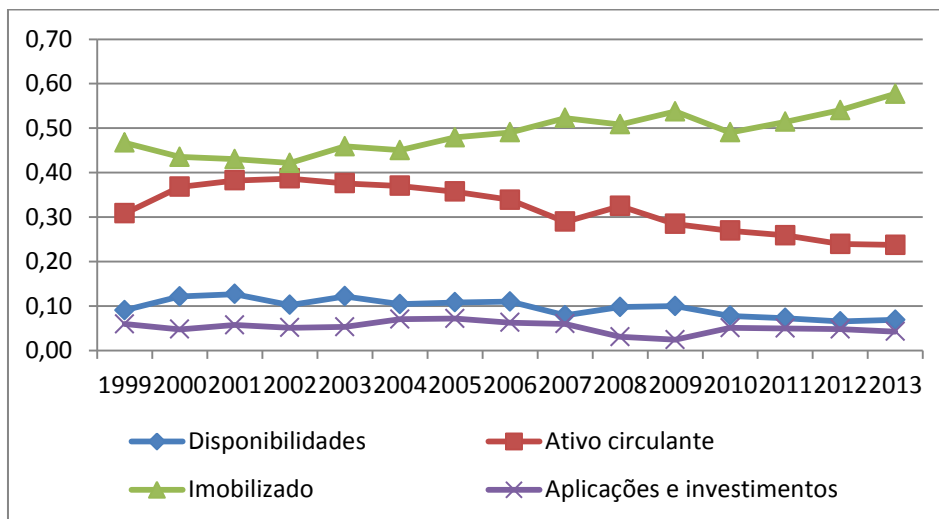
Percebe-se que até 2007 a liquidez geral da Vale era significativamente menor que a da Petrobrás e das demais empresas. Este indicador cresce bastante em 2008 e 2009, exatamente após o ano de ápice dos investimentos da referida empresa (2007). Em 2010, este indicador sobe de patamar tanto para as duas empresas em questão quanto para o total, sendo um indicativo de maior preferência por liquidez. De 2011 em diante o que se observa é uma queda do indicador para a Petrobrás, mostrando uma menor liquidez da empresa em um período no qual esta realizou um grande volume de gastos com ativo imobilizado. Chama atenção também o fato de que após 2004 a liquidez geral das demais empresas foi sempre maior que a de Vale e Petrobrás.

Nos gráficos 18, 19, 20 e 21 são mostradas as proporções dos tipos de ativos dentro do ativo total. O que mais chama atenção nos três primeiro gráficos é um distanciamento entre as participações do imobilizado e do ativo circulante, com aumento das primeiras e decréscimo das segundas. No total do painel, no ano de 2002 as proporções desses dois tipos eram muito próximas, de 42% para o imobilizado e 39% para o circulante. Em 2013 são de 58% e 24% respectivamente. Essa diferença aumenta em proporções muito maiores tanto para Vale quanto para Petrobrás. Na empresa de mineração, o imobilizado representava

47% do ativo em 2002 e chega a 66% em 2013. Na petroleira, ambos respondiam por 42% do ativo em 2002, sendo que em 2013 o imobilizado representa 71% e o circulante apenas 16%.

Conhecendo a importância dessas duas empresas dentro do painel, pode-se concluir que esse aumento de participação do ativo imobilizado em relação ao circulante não acontece da mesma forma nos demais setores, o que é referendado pelo Gráfico 21. O que se observa para as demais empresas é uma proximidade entre a proporção ocupada pelo ativo imobilizado e pelo circulante, em torno de 35% cada um nos últimos anos, e uma trajetória de queda da participação do imobilizado, que ocupava cerca de 50% do portfólio de ativos dessas empresas no início do período.

Gráfico 18 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Total do painel – 1999 a 2013.

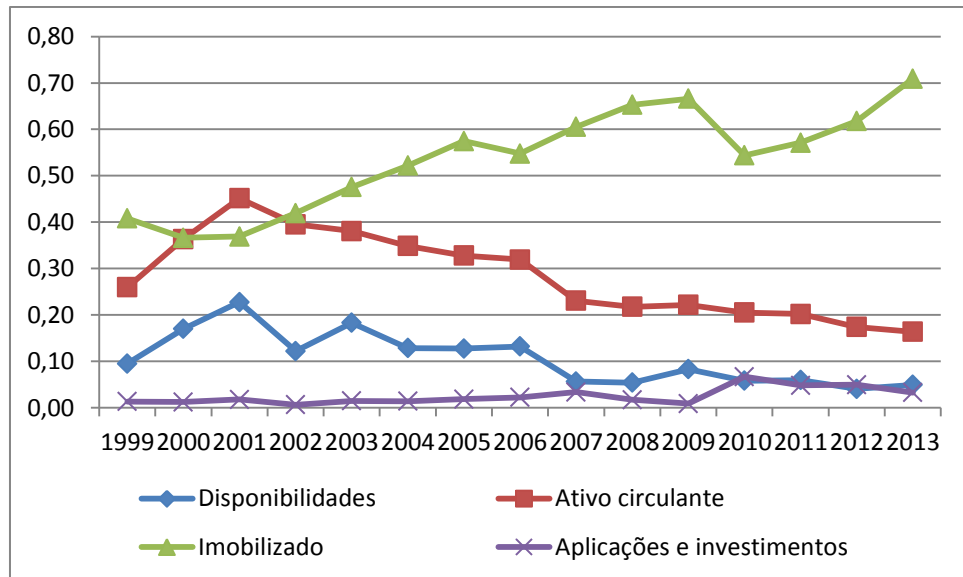


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Nos quatro gráficos referidos visualiza-se também a participação das formas alternativas ao investimento para a valorização, aplicações financeiras e investimentos em subsidiárias e coligadas, e a proporção das disponibilidades. No total das 74 empresas, a participação das formas alternativas permanece relativamente constante, ao redor de 5% do ativo, com uma queda nos anos de 2008 e 2009. Na Petrobrás, essas formas ganham certa relevância apenas a partir de 2010, enquanto na Vale a maior participação destas aconteceu no início do período, até 2003, chegando a 10%. Após serem praticamente insignificantes, voltam a subir nos últimos anos, porém sem atingir o patamar apresentado nos inícios. Nota-se também que a Petrobrás detinha uma proporção de disponibilidades mais elevada que a média

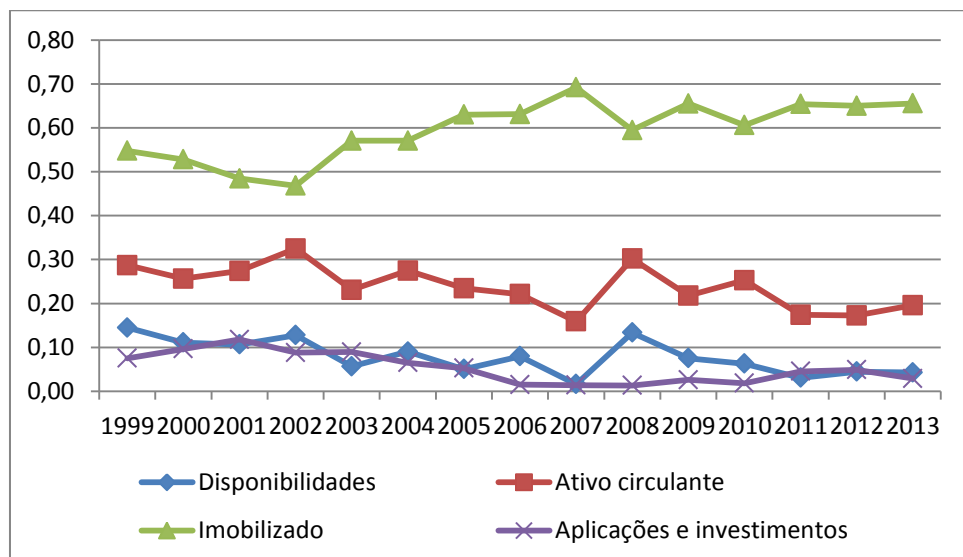
no início do período, chegando a 20%, e tal proporção cai com o aumento das formas alternativas.

Gráfico 19 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Petrobrás – 1999 a 2013.



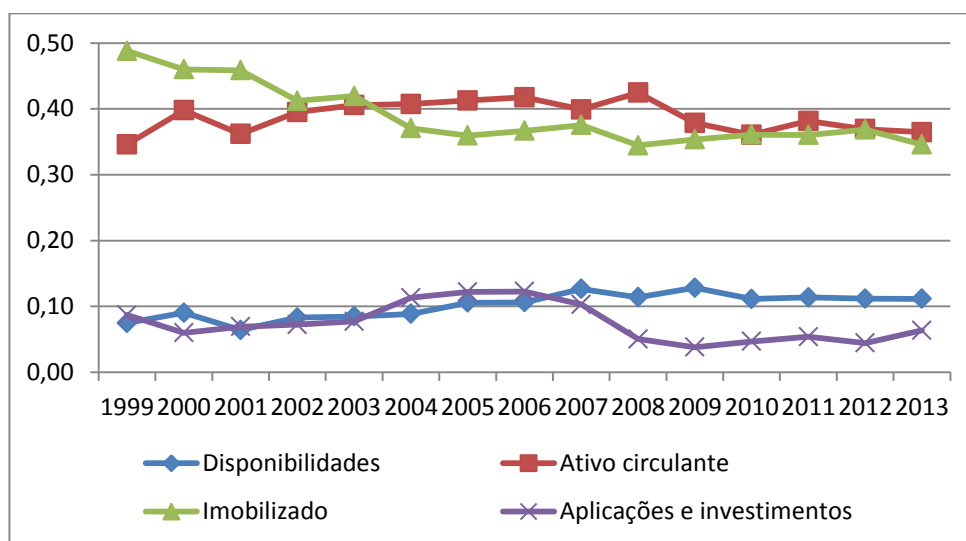
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Econômica.

Gráfico 20 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Vale – 1999 a 2013.



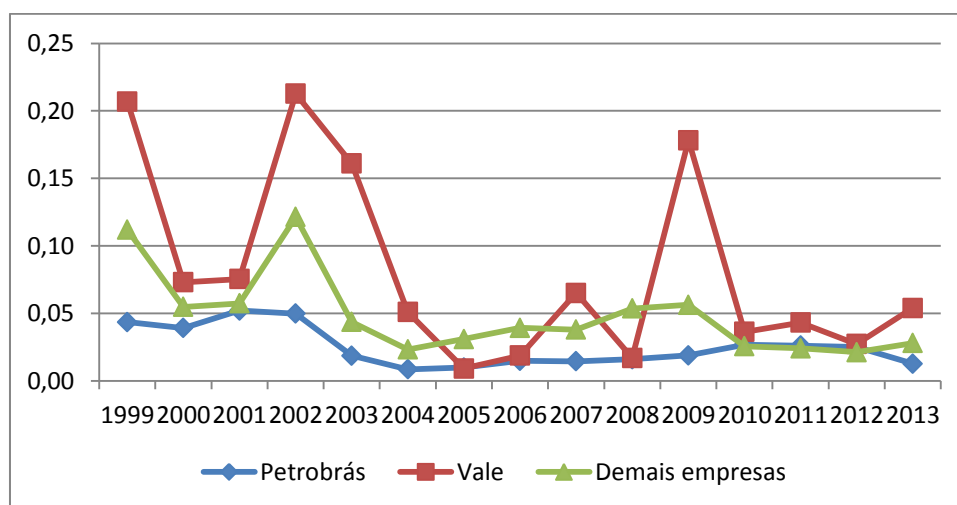
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Econômica.

Gráfico 21 - Tipos de ativos: participação no ativo total – Total do painel, exceto Vale e Petrobrás – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 22 – Participação das receitas financeiras – Petrobrás, Vale e demais empresas – 1999 a 2013.



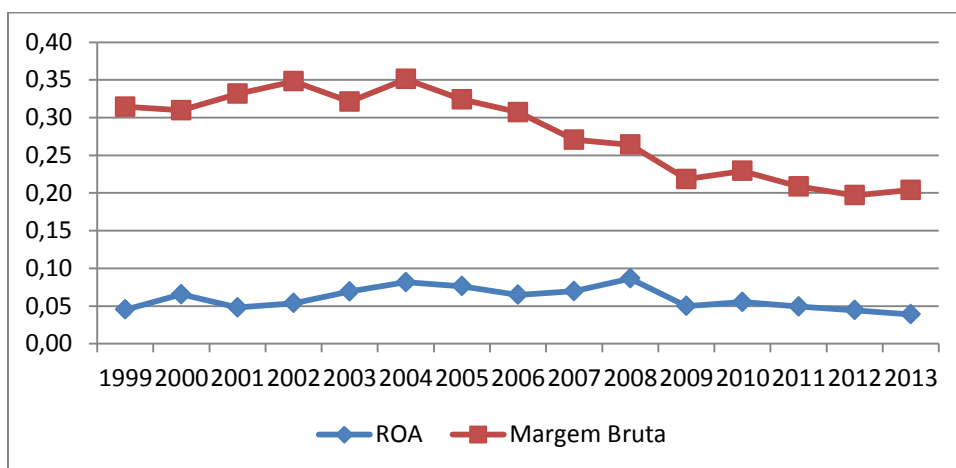
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Sobre a participação das receitas financeiras no total das receitas (Gráfico 22), apenas na Vale estas se mostram mais relevantes, embora sua participação seja bastante oscilante, com picos em 1999, 2002 e 2009, chegando na faixa de 20% nestes anos. Na Petrobrás, essas receitas foram mais relevantes no início do período, porém em nenhum momento ultrapassaram 5% do total. Já para as demais empresas, as receitas financeiras perdem participação após atingir o ápice de 12% do total das receitas em 2002, mas se situam

acima da proporção apresentada pela Petrobrás até 2010, quando passam a ter representatividade semelhante à apresentada pela petroleira (cerca de 2%).

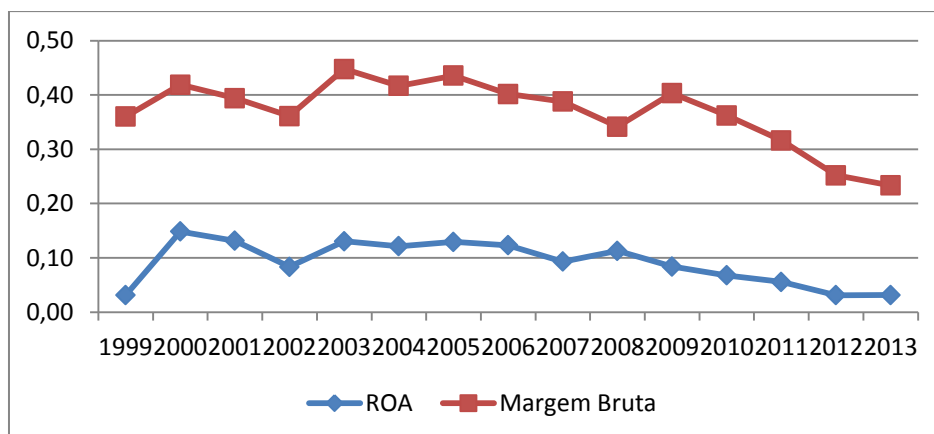
Quanto à rentabilidade (Gráficos 23, 24 e 25), percebe-se que a taxa de retorno sobre o ativo (ROA) do total das empresas do painel, excluídas Vale e Petrobrás, é significativamente menor que a das duas citadas em quase todo o período, não chegando a 10% em nenhum momento, enquanto a da Vale chega a 20%. Tanto a Petrobrás quanto as demais empresas apresentam queda do ROA a partir da crise de 2008, porém tal queda é mais acentuada na Petrobrás. Isso também acontece na Vale, mas com maior ênfase em 2012 e 2013, destacando-se um lucro líquido zero no último ano.

Gráfico 23 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Total do painel, exceto Vale e Petrobrás – 1999 a 2013.

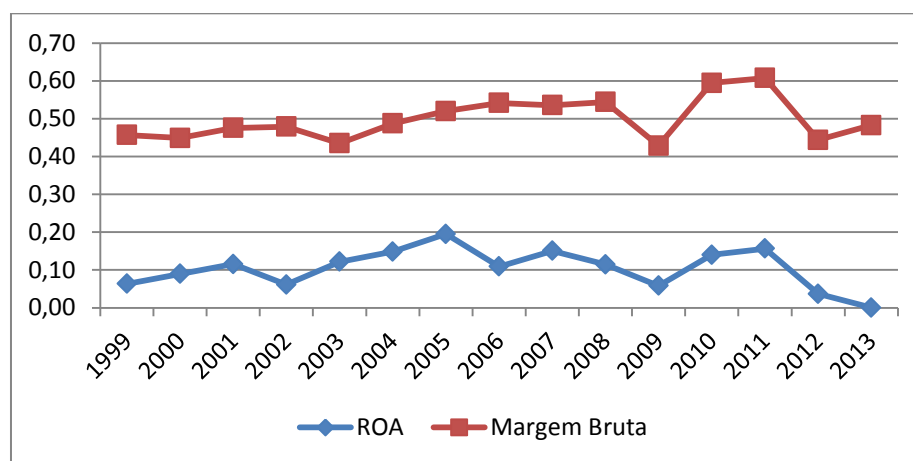


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

O outro indicador apresentado (margem bruta de lucro) representa, de certo modo, o poder de mercado das empresas do setor, uma vez que mostra o quanto estas conseguem lucrar em relação a suas receitas, o que não deixa de ser resultado de seu poder de marcar preços acima dos custos. Para as empresas do painel sem as duas maiores tem-se uma queda relevante de 2005 em diante, mesmo efeito observado na Petrobrás, com exceção de um leve aumento em 2009. Contudo, a lucratividade da Petrobrás é, em média, maior que a do conjunto das demais empresas. A Vale, por sua vez, destaca-se por maiores oscilações e índices muito maiores, chegando a apresentar em 2011 uma margem bruta de 61%.

Gráfico 24 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Petrobrás – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 25 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Vale – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

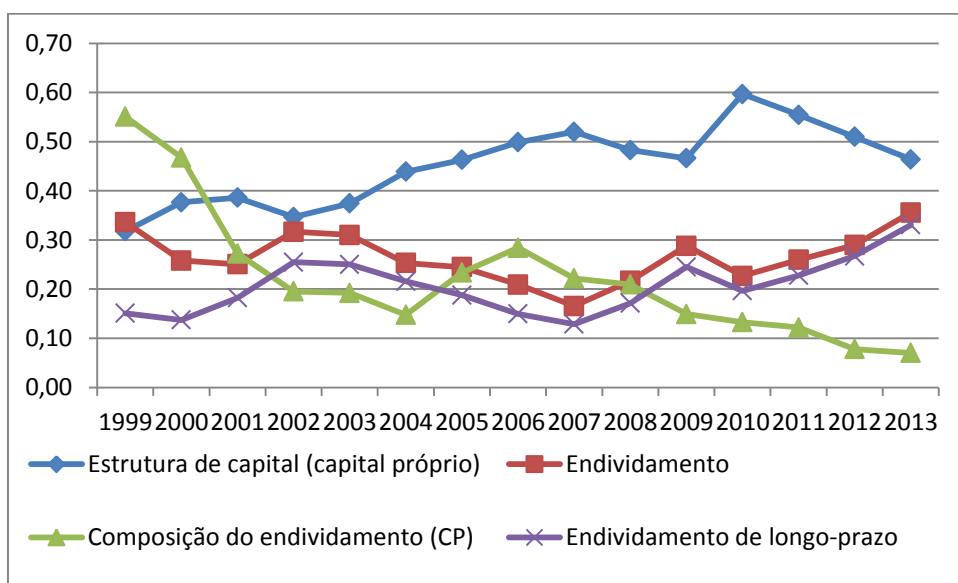
Após a discussão a respeito dos ativos, liquidez e rentabilidade, segue-se a análise acerca da estrutura de capital e de financiamento da Petrobrás, Vale e demais empresas (Gráficos 26, 27 e 28). Os dados da Petrobrás mostram uma trajetória da participação do capital próprio nas fontes de recursos com aumento até 2010 e uma ligeira queda nos anos seguintes, fechando 2013 no valor de 46%. Já para a Vale este indicador oscila durante o período, mas encerra 2013 com um valor muito próximo de seu início (52% ante 53%). Já para as demais empresas, essa participação se mantém na maior parte do período em cerca de 40%, com dois momentos de queda (2002 e 2008).

Se a participação do capital próprio mostra trajetória descendente, há de se esperar um aumento da participação do capital de terceiros. No entanto, tal aumento não se deu via passivo oneroso para a Petrobrás, como pode ser observado na trajetória do endividamento,

que apesar de algumas oscilações, se mantém estável ao longo do período (na faixa de 33% das fontes de financiamento). Já para a Vale, o passivo oneroso que respondia por 33% das fontes de recursos em 1999, representa apenas 22% em 2013, mostrando uma tendência decrescente apesar dos picos acima de 40% em 2002 e 2006. No total das demais empresas, o endividamento representa cerca de 30% a 33% das fontes de financiamento na maior parte dos anos, com exceção de 2002 e 2008, quando chega a 40%.

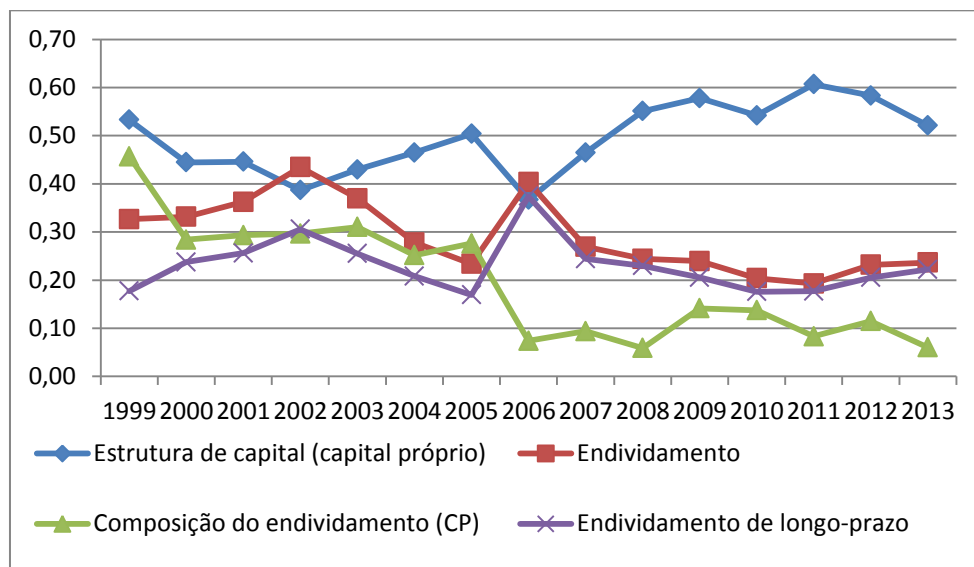
O que acontece com o endividamento total pode ser explicado, em grande medida, pela acentuada queda dos empréstimos de curto prazo. Nas demais empresas, estes representavam 50% do passivo oneroso total em 1999 e passam a responder por apenas 20% em 2013. Quedas de magnitudes ainda maiores são observadas na Petrobrás (55% para 7%) e Vale (46% para 6%).

Gráfico 26 – Estrutura de capital e endividamento – Petrobrás – 1999 a 2013.

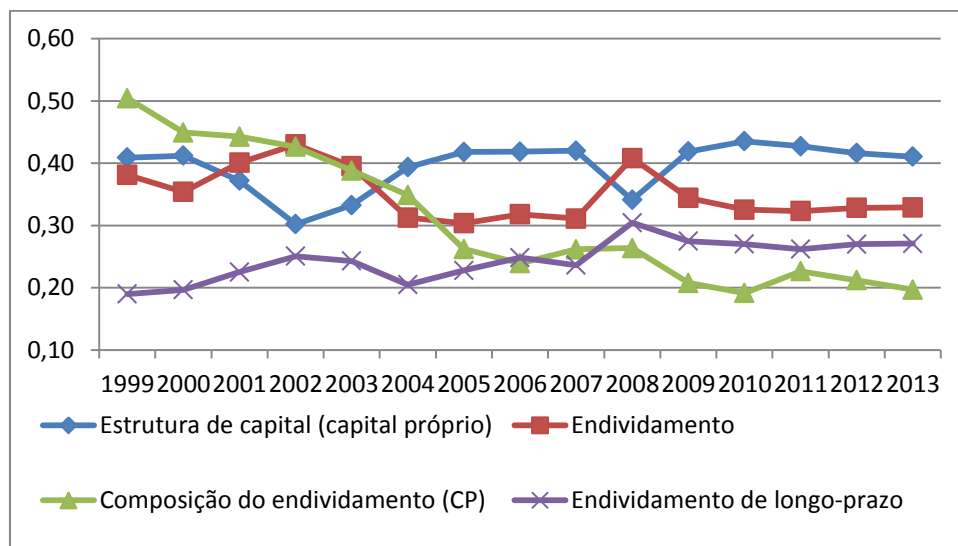


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Econômica.

Em parte, essa queda do endividamento de curto prazo é explicada pela retomada da importância do BNDES no financiamento de longo prazo, que aumenta sua participação no total das fontes de recursos da Petrobrás de 15% para 33% e na Vale de 18% para 22%. Nas demais empresas esse aumento é de 20% para 27%, chegando a 30% em 2008, ano de auge de seus investimentos. Apesar desse baixo aumento ao longo do período, a empresa mineradora foi a que apresentou maiores oscilações neste indicador, chegando ao pico de 37% em 2006, um ano antes do auge de suas aquisições de ativo imobilizado, o que pode mostrar alguma relação com o financiamento de tais ativos.

Gráfico 27 – Estrutura de capital e endividamento – Vale – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

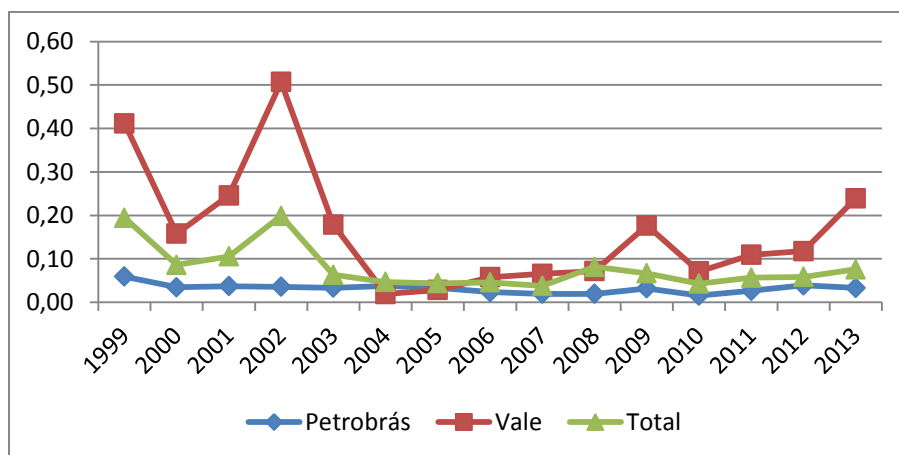
Gráfico 28 - Estrutura de capital e endividamento – Demais empresas – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Com relação às despesas financeiras em relação à receita líquida (Gráfico 29) era de se esperar uma queda dessa proporção, que seria decorrente do declínio dos empréstimos de curto prazo, que no Brasil são embutidos de taxas de juros mais elevadas que as operações de longo prazo do BNDES. Essa queda ocorre tanto para o total das empresas painel quanto para a Petrobrás, apesar de um leve aumento nos últimos três anos do período. A Vale,

contudo, após uma queda significativa em 2004, apresenta uma trajetória crescente desde então, chegando a 24%, valor bastante acima das demais empresas (8%).

Gráfico 29 – Participação das despesas financeiras – Petrobrás, Vale e demais empresas – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Sobre as posturas financeiras, que decorrem da comparação entre os fluxos de caixa gerados e as despesas com juros e amortizações de dívidas (Tabela 3), percebe-se que, no período analisado, em nenhum momento a Petrobrás encontrou-se em situação de grande fragilidade financeira, apesar da postura especulativa apresentada nos dois últimos anos. Pode-se entender que, apesar dos grandes volumes de investimentos realizados pela Petrobrás, tais gastos não comprometeram financeiramente a empresa, ao menos até 2012. Já a Vale apresentou comportamento *ponzi* em 1999 e 2002, anos de conturbada conjuntura econômica no Brasil.

Para as demais empresas destaca-se a grande porcentagem de firmas na situação *ponzi* nos anos de 1999 e 2002 em especial, superando 65% em ambos os casos. Ao se atentar para o ano de 2008, observa-se um aumento na proporção de empresas na situação de maior fragilidade de 36,8% para 49,3% sem que, contudo, esse valor chegasse ao observado nos anos anteriormente referidos.

Tabela 3 – Postura e fragilidade financeira – Petrobrás e Vale (postura) e demais empresas (% de empresas em cada postura) – 1999 a 2013.

	Vale	Petrobrás	Demais empresas		
			Hedge	Especulativa	Ponzi
1999	Ponzi	Especulativa	17,5	6,3	76,2
2000	Hedge	Hedge	36,9	13,8	49,2
2001	Hedge	Hedge	29,2	13,8	56,9
2002	Ponzi	Hedge	28,8	6,1	65,2
2003	Especulativa	Hedge	45,5	16,7	37,9
2004	Hedge	Hedge	51,5	22,7	25,8
2005	Hedge	Hedge	48,5	18,2	33,3
2006	Hedge	Hedge	44,1	19,1	36,8
2007	Especulativa	Hedge	44,1	19,1	36,8
2008	Hedge	Hedge	29,9	20,9	49,3
2009	Hedge	Hedge	18,5	36,9	44,6
2010	Hedge	Hedge	26,6	37,5	35,9
2011	Hedge	Hedge	18,5	35,4	46,2
2012	Hedge	Especulativa	14,3	30,2	55,6
2013	Hedge	Especulativa	22,8	38,6	38,6

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

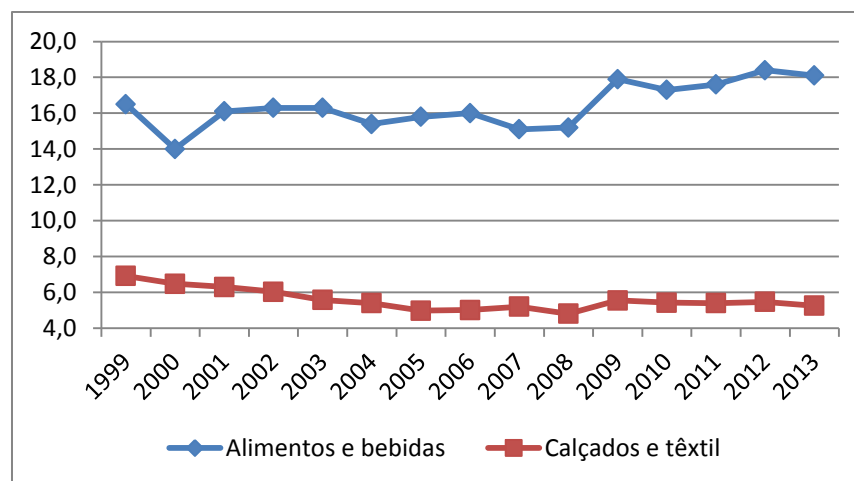
Em síntese, os movimentos apresentados pela aquisição de ativo imobilizado na indústria brasileira de 1999 a 2013 seguiram em muito o comportamento de Vale e, em especial, Petrobrás. Nestas empresas os gastos aconteceram, em muitos casos, na contramão da conjuntura econômica e do comportamento dos demais setores, destacadamente na Petrobrás no período pós-crise, com a realização de investimentos no âmbito da descoberta de reservas de petróleo do pré-sal. Nos últimos anos, mesmo com elevados investimentos, a rentabilidade da empresa cai de forma relevante. Quanto às formas de financiamento, a expansão dos empréstimos de longo prazo, com grande participação do BNDES, é notável, assim como a queda mais acentuada ainda dos empréstimos de curto prazo.

3.2.2 Setores produtores de bens de consumo não-duráveis

O primeiro conjunto de setores aqui analisados é o de bens de consumo não-duráveis (BCND), representado por alimentos e bebidas e têxtil, vestuário e calçados. O setor de fabricação de produtos alimentícios e bebidas responde por 18,1% do valor da transformação industrial (VTI) da indústria brasileira, o que são valores bastante

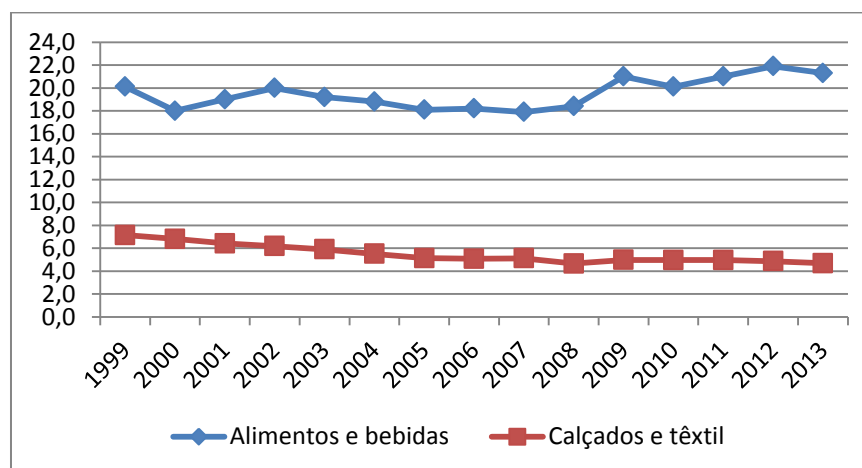
representativos (V). Já a fabricação de produtos têxteis, de vestuário, couro e calçados representa 5,3% do VTI em 2013 (Gráfico 30).

Gráfico 30 – Participação (%) no VTI da indústria brasileira – BCND – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA-IBGE

Gráfico 31 – Participação (%) dos ativos das empresas de capital aberto de BCND no total do painel 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da Economática

No setor de alimentos e bebidas há entre 2000 a 2002 uma tendência de aumento da participação, que cai levemente após 2003 chegando a seu ponto mais baixo em 2008. Após 2009, o setor volta a ganhar participação no total do VTI, chegando a seu mais alto valor (18,4%) em 2012. Já para o setor têxtil e de calçados a trajetória é de queda neste

indicador até 2008, um ligeiro aumento em 2009 e uma nova tendência de queda a partir de 2010.

Sobre a participação das empresas de BCND selecionadas no painel dentro do total (Gráfico 31), observa-se um crescimento da proporção ocupada por alimentos e bebidas em 2009, fechando o período em 21%. Já o movimento observado no setor de calçados e têxtil é de queda, iniciando o período em 7% e encerrando em 4,7%.

Considerada a importância dos segmentos, especialmente alimentos e bebidas, dentro indústria brasileira, as condições de concorrência setorial também podem ser um fator relevante para o entendimento das decisões de investimento. Em um setor mais concentrado, a concorrência entre as empresas tende a ser mais intensa, o que pode levar as empresas a se expandir para assumir maiores parcelas do mercado (Porter, 1983).

Nesse sentido, o setor de bebidas se mostra mais concentrado que o de fabricação de alimentos, em outras palavras, é formado por empresas de maior porte em termos de pessoal ocupado. Essa concentração vem aumentando nos dois setores para os três índices analisados.

As quatro maiores empresas representam 30% do setor e as 12 maiores chegam a 51% em 2013. Na fabricação de produtos alimentícios, as 12 maiores não atingem 19%. Desse modo, entende-se que o poder de mercado das empresas de bebidas tende a ser maior, assim como a intensidade da concorrência entre estas.

As empresas que atuam na fabricação de produtos têxteis e vestuário são notadamente menores, sendo que as empresas de vestuário vêm mostrando tendência de aumento da concentração e as têxteis, o contrário. No setor têxtil, as 12 maiores empresas empregam 12,5% do pessoal ocupado em 2013, enquanto no ramo de vestuário essa proporção é de apenas 7%. Em couro e calçados observa-se uma concentração crescente e pouco maior que no setor de alimentos, mas bem menor em relação a fabricação de bebidas (27% em 2013)¹¹.

Sobre a participação das empresas de capital aberto, há uma concentração muito grande dos ativos do setor de alimentos e bebidas em três empresas: Ambev, BRF¹² e JBS, que somadas respondem por 98,5% dos ativos das empresas brasileiras de capital aberto que atuam no segmento. Desse modo, os indicadores do setor expressos mais adiante correspondem basicamente ao comportamento dessas três empresas. Chama atenção o

¹¹ Para mais dados sobre a participação das 4, 8 e 12 maiores empresas em termos de pessoal ocupado, ver Anexo 1.

¹² Antes da fusão com a Sadia em 2009, os dados da BRF se referem à Perdigão.

crescimento da participação dos ativos da JBS a partir de 2004, quando a empresa abre seu capital. No referido ano, esta representa pouco menos de 4% dos ativos e chega a quase 40% em 2013, chegando ao mesmo patamar da Ambev, que chegou a ser detentora de 70% dos ativos em 2005 e vai perdendo participação com o crescimento da JBS. Rocha (2014) destaca que a JBS passa a ser a maior empresa brasileira do ramo alimentício a partir da aquisição da Bertin S.A., ocorrida em 2009, continuando a empresa em questão com a estratégia de internacionalização da companhia adquirida e acoplando-a a sua própria.

Outro fator que deve ser destacado é a fusão entre Perdigão e Sadia, que resultou na BRF em 2009. Em todos os anos do período 1999-2008 a Sadia mostrou participação maior nos ativos do setor que a Perdigão, situando-se apenas abaixo da Ambev. No entanto, devido a perdas obtidas no mercado de derivativos, a Sadia passou a se encontrar em uma situação financeira bastante delicada (Ramos, 2014) e acabou realizando uma operação de fusão com a Perdigão criando a BRF, que passa a ser a terceira maior em alimentos e bebidas e a segunda se consideradas apenas as empresas produtoras de alimentos, atrás da JBS, que já detinha 38,5% dos ativos do setor em 2009.

Com relação a calçados e têxtil observa-se uma pulverização maior. Apesar da predominância de duas empresas, Alpargatas (calçados) e Coteminas (têxtil), a soma da participação destas empresas no ativo total não chega a 50%. Nota-se que a Alpargatas (detentora das marcas Havaianas, Topper e Rainha) cresceu sua participação a partir de 2007, com um salto maior em 2013 e a Coteminas (conhecida pelas marcas MMartan, Santista e Artex), após atingir um ápice de 40% em 2006, cai gradativamente até chegar a 23% em 2013. Destacam-se também Hering (vestuário) e Vulcabras (calçados), que representam cada uma 9% dos ativos do setor e Vicunha (têxtil) com representatividade significativa até 2012¹³. Além disso, em uma busca por diversificação, a Alpargatas, originalmente do segmento de calçados, adquiriu a marca Osklen, de vestuário (Rocha, 2014).

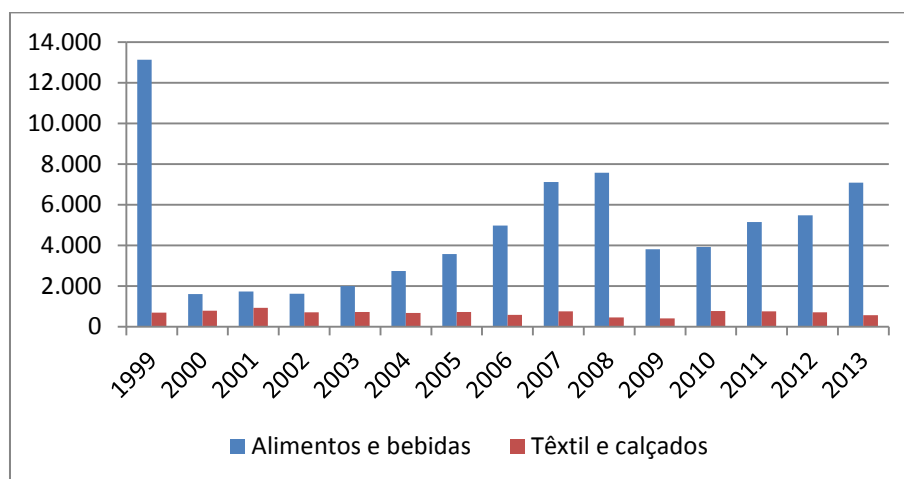
Após esta breve análise dos setores, seguem-se os indicadores extraídos dos demonstrativos financeiros, expressos nas tabelas e gráficos seguintes, das principais empresas de capital aberto atuantes nestes segmentos.

Sobre os gastos com aquisição de ativo imobilizado, no Gráfico 32 tem-se a evolução desses gastos para as empresas de capital aberto aqui consideradas. Observa-se um volume de investimentos muito grande realizado pelas empresas de alimentos e bebidas no ano de 1999, superando em termos reais os valores dispendidos em todos os outros anos do

¹³ Sobre a participação das empresas de capital aberto no ativo total, ver Anexo 3.

período 2000-2013. Esse grande volume gasto em 1999 é explicado principalmente pela operação de fusão entre Antártica e Brahma, que deu origem à Ambev, empresa que representava mais 50% do ativo total das empresas aqui consideradas.

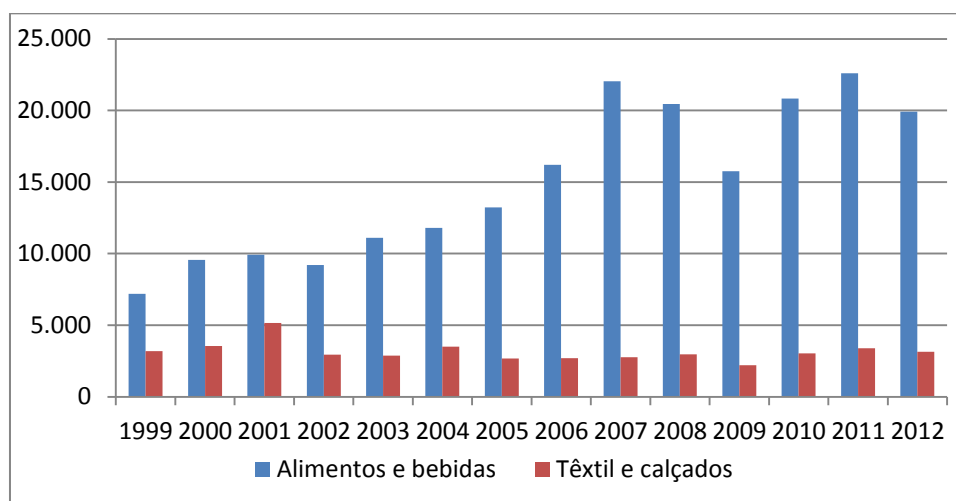
Gráfico 32 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

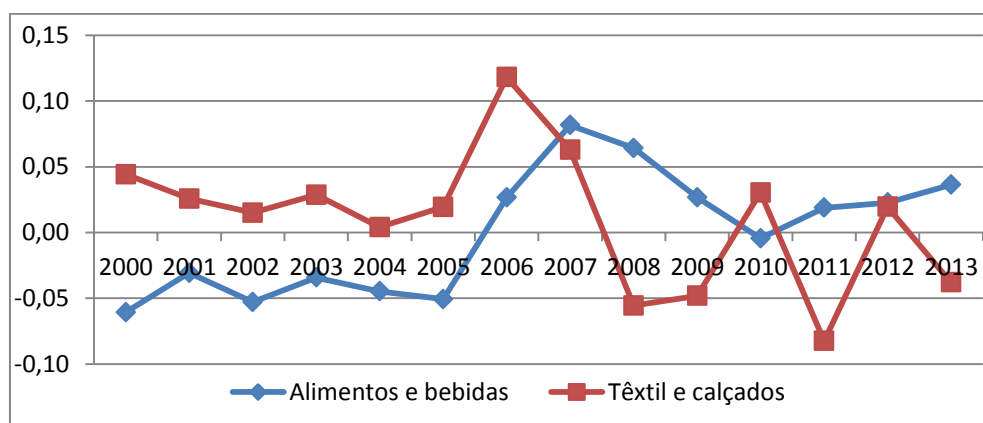
O patamar dos gastos com aquisição de ativo imobilizado do setor de alimentos e bebidas cresce significativamente entre 2005 e 2008, anos de crescimento econômico relativamente elevado, observação que vai ao encontro da ideia da importância do efeito acelerador na determinação das decisões de investimento. Também demanda destaque o fato de haver uma queda relevante em tais gastos de 2008 para 2009, permanecendo neste patamar em 2010 e apresentando apenas um leve aumento em 2011 e 2012. Isso mostra uma desaceleração dos dispêndios com investimento em função de uma revisão de expectativas por conta da crise internacional, com uma recuperação em 2013. Quanto a têxtil e calçados, observa-se uma queda em 2008 e 2009, recuperação em 2010 e 2011 e um movimento de desaceleração a partir de então.

Gráfico 33 - Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Setores produtores de BCND - 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PIA/IBGE.

Gráfico 34 – Aquisição líquida de imobilizado – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 2000 a 2013¹⁴.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economatica.

Em comparação com o Gráfico 33, que mostra os dados setoriais da PIA, a principal diferença que se nota é com relação ao ano de 1999. Como no referido ano houve a fusão entre Brahma e Antártica que originou a Ambev, nos dados por empresa a incorporação desses ativos aparece forma total. Já nos dados da PIA, houve transferência de ativos entre

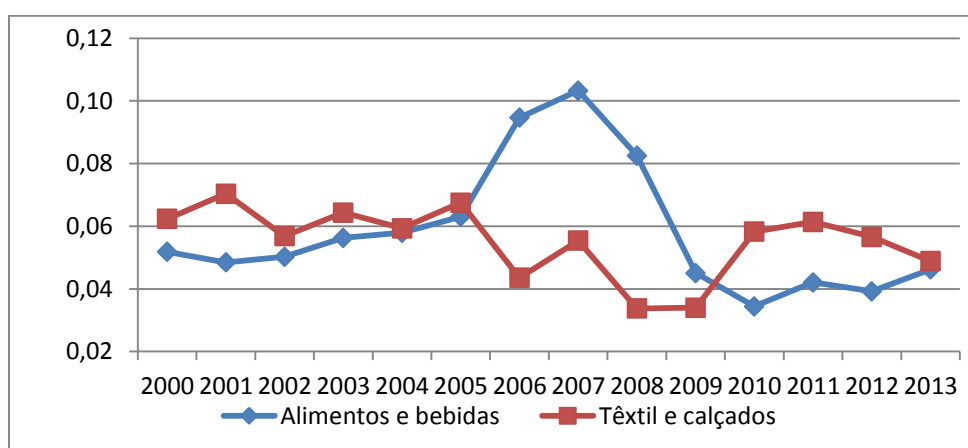
¹⁴ Para os setores de BCND o ano de 1999 foi excluído do gráfico de volume de gastos com aquisição de imobilizado por representar um volume excessivamente alto, decorrente da fusão entre Brahma e Antártica, que resultou na AmBev. Esses valores distorceriam o gráfico, fazendo com que os dados dos outros anos, em especial para têxtil e calçados, parecessem insignificantes.

empresas do mesmo setor, ou seja, as compras de uma empresa representam as vendas de outra, nesse caso.

O indicador de aquisição líquida de imobilizado, que aparece no Gráfico 34, complementa essa análise. De 2000 a 2005, o setor de alimentos e bebidas apresentou taxas negativas, o que significa que as aquisições de ativo imobilizado foram inferiores às baixas e depreciação. A partir de 2006 os valores são positivos, com destaque para os anos de 2007 e 2008, com um crescimento de 8% e 6% respectivamente. Já o setor têxtil e de calçados, apesar de apresentar um volume de dispêndios muito menor, mostra um valor positivo até 2007, atingindo quase 10% de acréscimo em 2006. De 2008 em diante, os valores oscilam entre negativos ou ligeiramente positivos.

Outro fator que chama atenção em têxtil e calçados é que apesar do volume de gastos com compra de imobilizado ter sido maior em 2000 e 2001, o indicador de aquisição líquida foi muito mais significativo em 2006 e 2007. Isso se deve, possivelmente, à real adição de capacidade produtiva nesses anos, enquanto que nos primeiros boa parte das aquisições devem ter sido realizadas para renovação do maquinário existente.

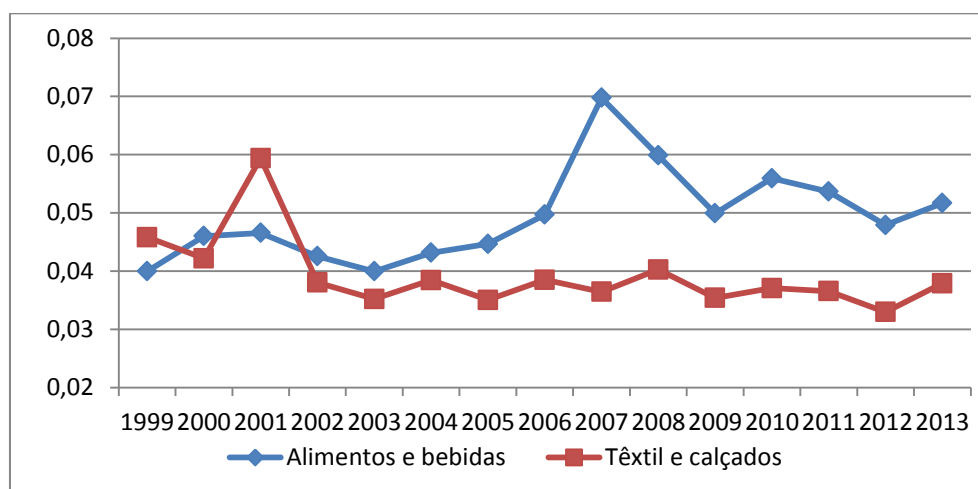
Gráfico 35 – Imobilização da receita líquida – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 2000 a 2013¹⁵.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

¹⁵ Idem Gráfico 3.3.2.4.

Gráfico 36 - Imobilização da receita líquida – Setores produtores de BCND – 1999 a 2013

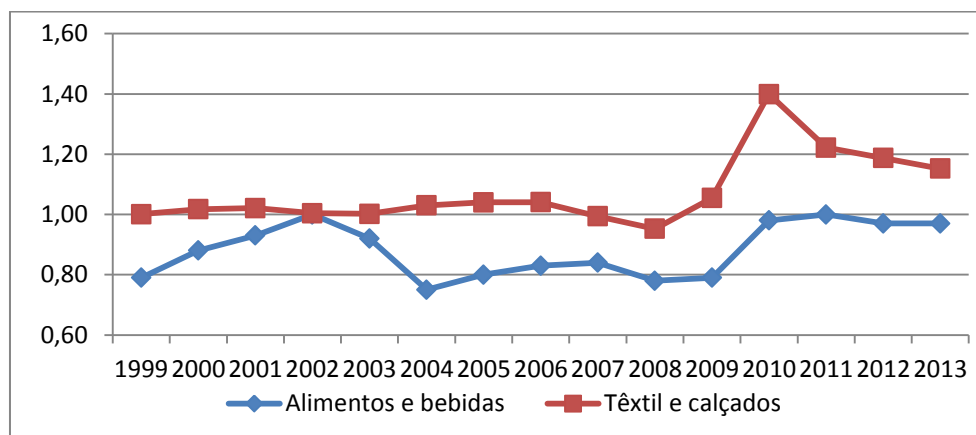


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PIA/IBGE.

No que diz respeito à imobilização da receita líquida (Gráfico 35), observa-se que nas duas extremidades este indicador é ligeiramente maior para as empresas do segmento têxtil e de calçados (2000 a 2005 e 2010 a 2013), enquanto que nos anos de 2006 a 2009, em especial até 2008, as empresas de alimentos e bebidas superam em muito as demais. Contudo, mesmo no ápice em 2007 este indicador não passa de 10%. Nos dados da PIA (Gráfico 37), nota-se que a maior diferença apresentada entre as empresas do painel e o total dos setores está nos últimos anos, nos quais a queda da imobilização da receita líquida do setor de alimentos e bebidas não foi tão grande, fazendo com que ele ainda se situe acima de têxtil e calçados.

Os gráficos seguintes mostram os reflexos dos movimentos de aquisição de imobilizado sobre os demais indicadores financeiros. Atentando para os indicadores relacionados aos ativos e à liquidez, observa-se que as empresas do setor de alimentos e bebidas, durante todo o período analisado, se encontram em situação e menor liquidez geral que as do segmento têxtil e de calçados (Gráfico 37). Em quase todo o período, esse indicador se situa abaixo de 1,0 para alimentos e bebidas e acima deste valor para o outro setor. Isso indica maior capacidade de pagamento das obrigações de longo prazo por parte das empresas de calçados e têxtil, que por sua vez também apresentam maior preferência pela liquidez. Destaca-se também, para ambos os segmentos, um aumento da liquidez geral em 2010 em relação aos anos anteriores, com as empresas de alimentos e bebidas se mantendo neste novo patamar nos anos posteriores.

Gráfico 37 – Liquidez geral – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND –1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

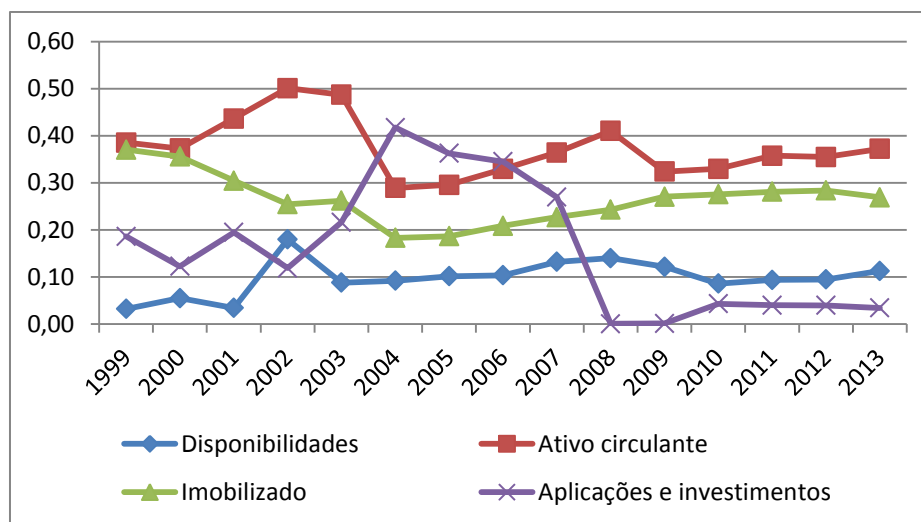
Nos gráficos 38 e 39 têm-se as proporções dos tipos de ativo no ativo total. Chama atenção no setor de alimentos e bebidas um movimento de queda da participação do imobilizado no total do ativo de 2001 a 2004, com um leve crescimento em 2005 e uma tendência ascendente a partir de 2006, o que corrobora com os dados referentes à aquisição líquida de imobilizado. Nota-se que a proporção de tais ativos, à exceção dos primeiros anos do período, não chega a 30%. Já em têxtil e calçados, também se enxerga uma tendência declinante dessa participação, embora ela esteja em 2013 pouco acima dos 30%. O que é mais evidente neste último setor é o distanciamento que se observa entre a proporção do ativo circulante e do imobilizado, mostrando um portfólio mais líquido por parte dessas empresas.

A participação das formas alternativas de valorização, aplicações financeiras e investimentos em subsidiárias e coligadas, mostra um grande crescimento para as empresas de alimentos e bebidas entre 2002 e 2004 (de 12% para 42%). No entanto, desde então passa a cair, chegando a zero nos anos de 2008 e 2009, subindo para 3% nos anos posteriores. Essa diferença reflete principalmente os investimentos em subsidiárias e coligadas, que desaparecem em 2008. Isso se deve, possivelmente, a uma reestruturação organizacional das empresas, em especial da Ambev, que aparentemente muda a forma de contabilizar suas coligadas.

Já em têxtil e calçados, estas só passam a ter alguma relevância a partir de 2010, quando assumem uma trajetória de crescimento chegando a 9% no último ano considerado. Observa-se que as trajetórias indicam uma substituição de disponibilidades pelas aplicações e

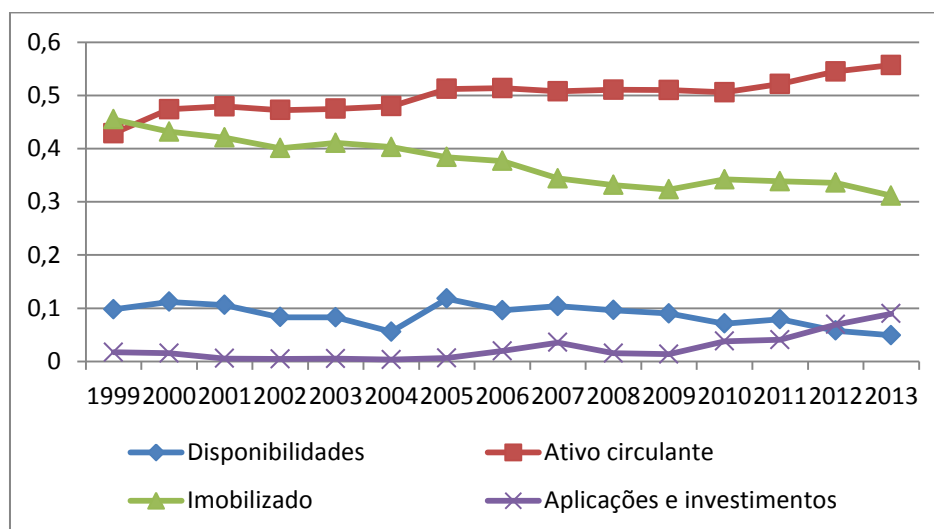
investimentos, ativos menos líquidos que o dinheiro em caixa, mas de liquidez maior que o imobilizado.

Gráfico 38 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de alimentos e bebidas – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 39 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de têxtil, vestuário e calçados – 1999 a 2013.

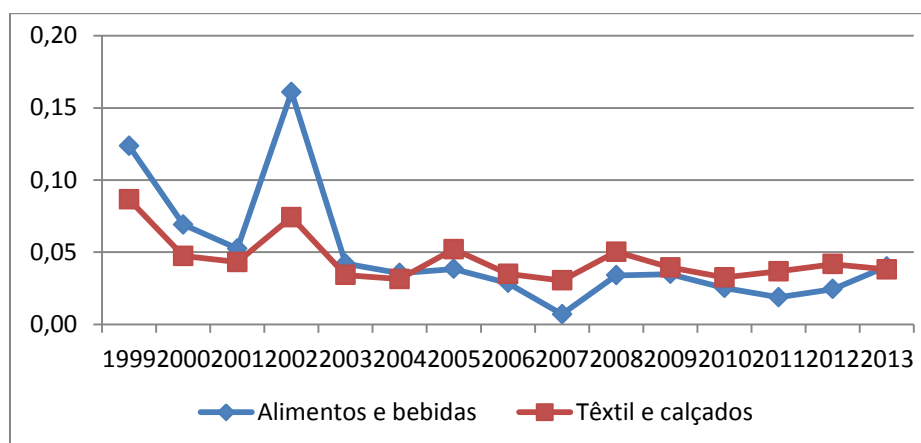


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Sobre a participação das receitas financeiras no total das receitas (Gráfico 40), há nos dois segmentos uma tendência de queda entre 2002 e 2007, com crescimento oscilante nos anos seguintes. Contudo, o patamar de 2013, com ambos os segmentos tendo 4% do total

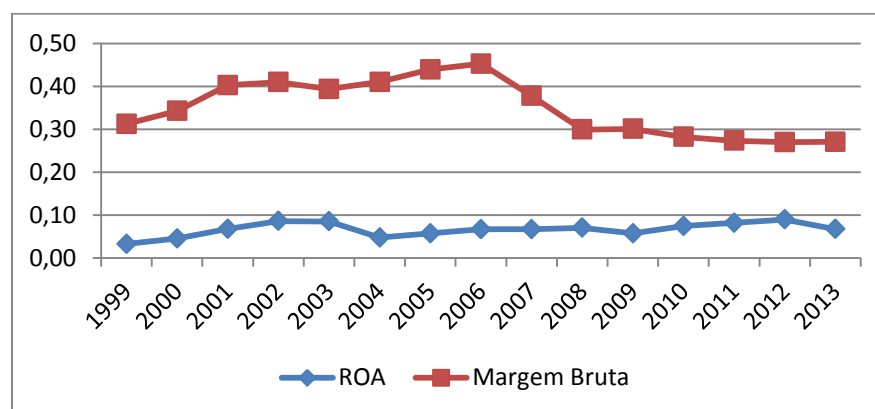
das suas receitas de origem financeira, é menor que o de 2002, quando tais receitas representavam 16% do total para as empresas de alimentos e bebidas e 7% para as empresas do setor têxtil e de calçados.

Gráfico 40 – Participação das receitas financeiras – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 41 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de alimentos e bebidas – 1999 a 2013.

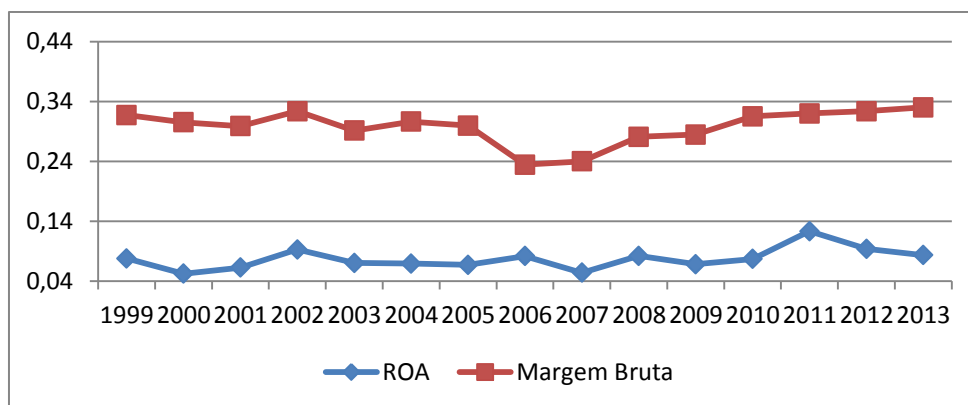


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Quanto à rentabilidade do ativo das empresas de alimentos e bebidas (Gráfico 41), as maiores taxas foram observadas nos anos de 2002 e 2003, curiosamente em anos em que o Brasil se encontrava em uma situação macroeconômica ruim e em um momento anterior aos maiores gastos com aquisição de imobilizado. O segundo momento de alta rentabilidade

ocorre mais ao final do período, entre 2011 e 2012. No setor têxtil e de calçados são três pontos de alta, em 2002, 2006 e 2011 (Gráfico 42).

Gráfico 42 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de têxtil, vestuário e calçados – 1999 a 2013.



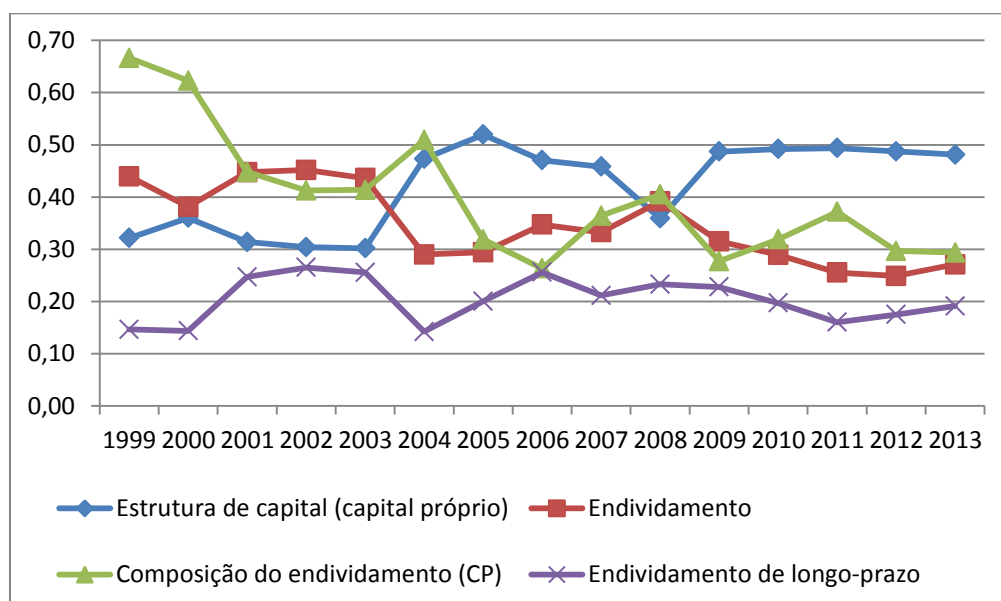
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Sobre as margens brutas, o ponto mais alto para as empresas de alimentos e bebidas é em 2006, ano a partir do qual há uma queda relevante. Esses indicadores mostram, de certa forma, uma queda do poder de mercado das empresas após o referido ano. Já em têxtil e calçados, após uma queda em 2006 e 2007, há uma trajetória de crescimento nos anos seguintes.

Com relação à estrutura de capital e financiamento do setor de alimentos e bebidas (Gráfico 43), o ano de 2004 mostra uma mudança relevante, com o patamar da participação do capital próprio passando da casa dos 30% para cerca de 50% das fontes de financiamento, à exceção do ano de 2008. Os indicadores de endividamento apontam na mesma direção, com uma queda relevante da participação do passivo exigível oneroso em 2004 e um aumento significativo apenas no ano de 2008. Percebe-se também uma relativa elevação do indicador de endividamento de 2006 a 2008, anos em que os volumes de dispêndio com aquisição de imobilizado foram mais elevados.

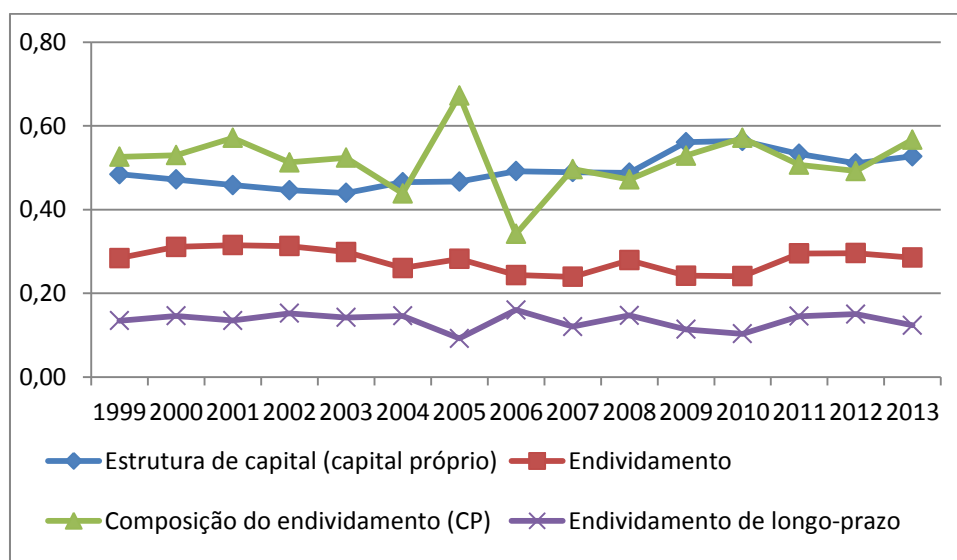
Em têxtil e calçados (Gráfico 44), a participação do capital próprio permanece estável, perto dos 50%, em todo o período, assim como o passivo oneroso, que representa pouco menos de 30% ao longo do período.

Gráfico 43 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de alimentos e bebidas – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 44 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de têxtil, vestuário e calçados – 1999 a 2013.

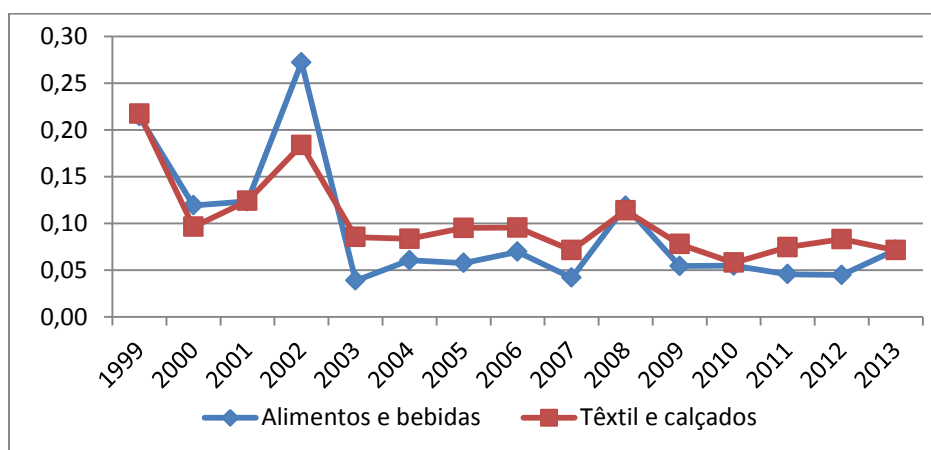


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Sobre os prazos dos empréstimos contraídos pelas empresas de alimentos e bebidas, a participação dos financiamentos de curto prazo foi muito grande em 1999 e 2000, superando os 60%, o que se reflete também nos indicadores de liquidez. De 2005 em diante, essa proporção assume um patamar menor, de cerca de 30% em alimentos e bebidas. A

retomada do BNDES como um agente importante no financiamento de longo prazo é uma possível razão para essa observação. Com relação ao setor de calçados e têxtil, o endividamento de curto prazo permanece acima dos 50% em quase todos os anos do período, à exceção de 2006, 2008 e 2012, porém nestes dois últimos com valor muito próximo desses 50%.

Gráfico 45 – Participação das despesas financeiras – Empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Sobre as despesas financeiras e sua proporção em relação às receitas (Gráfico 45) do setor de alimentos e bebidas, percebe-se uma queda relevante em 2003 e uma permanência em um patamar de cerca de 5% nos anos seguintes. Chama atenção, então, o ano de 2008, no qual essa proporção salta para 11%. Nesse caso, a elevação se deveu principalmente às excessivas despesas financeiras da Sadia, que saltaram de 2% para 67% do total das despesas de 2007 para 2008 e colocou a empresa em situação financeira delicada, impulsionando sua fusão com a Perdigão no ano seguinte. Esse enorme crescimento das despesas financeiras da Sadia levou-a a apresentar a postura financeira *ponzi*, ou seja, os fluxos de caixa gerados eram insuficientes para o pagamento dos juros, o que aconteceu também nos com outras seis empresas do setor nos anos de 2007 e 2008. Destaca-se também que após 2008 o setor passou a ter menos empresas com comportamento *hedge* e mais posturas *ponzi*. (Tabela 4).

As empresas do setor têxtil e de calçados também apresentam maior incidência comportamento *ponzi* em três dos quatro primeiros anos da série. Apenas no ano de 2009 essa incidência diminui, possivelmente por uma estratégia de desendividamento no pós-crise.

Também chama atenção o fato de que para os dois segmentos a diferença de patamar das despesas financeiras em relação às receitas é muito grande entre o período anterior e o pós-2002. Não por acaso, a maior incidência de posturas *ponzi* se deu até 2002.

Tabela 4 – Postura e fragilidade financeira das empresas de capital aberto dos setores produtores de BCND – Número de empresas em cada uma das posturas – 1999 a 2013.

	Alimentos e bebidas			Têxtil e calçados		
	Hedge	Especulativa	Ponzi	Hedge	Especulativa	Ponzi
1999	1	1	9	2	0	12
2000	2	1	8	6	1	8
2001	2	3	6	2	3	10
2002	3	1	7	3	1	12
2003	5	3	3	5	2	9
2004	4	6	1	5	3	8
2005	5	2	4	5	2	9
2006	5	2	5	3	4	9
2007	4	1	7	3	5	8
2008	4	1	7	5	2	9
2009	3	0	8	5	7	4
2010	2	1	8	5	6	6
2011	3	2	6	4	5	8
2012	4	1	6	3	6	8
2013	3	2	6	3	4	6

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Em suma, os indicadores do setor de alimentos e bebidas, para as empresas brasileiras de capital aberto, reflete basicamente o comportamento de Ambev, BRF (desmembrada em Perdigão e Sadia até 2008) e JBS (a partir de 2005). Esse reflexo fica claro no ano de 1999, marcado pela fusão de Antártica e Brahma, no qual o volume de dispêndios com aquisição de ativo imobilizado foi o maior do período. Após alguns anos de baixo volume de gastos, os investimentos voltam a crescer a partir de 2005, com desaceleração em 2009, sem que, contudo, houvesse um aumento relevante do endividamento das empresas frente ao seu capital próprio. Isso indica que, apesar da potencialização dos créditos do BNDES, o autofinanciamento prevalece como fonte de recursos para inversões no setor.

Comparando os setores, tem-se claramente uma relevância muito maior de alimentos e bebidas em relação a têxtil e calçados no que diz respeito aos investimentos. O primeiro setor, inclusive, só fica atrás da Petrobrás neste aspecto. Ambos apresentam

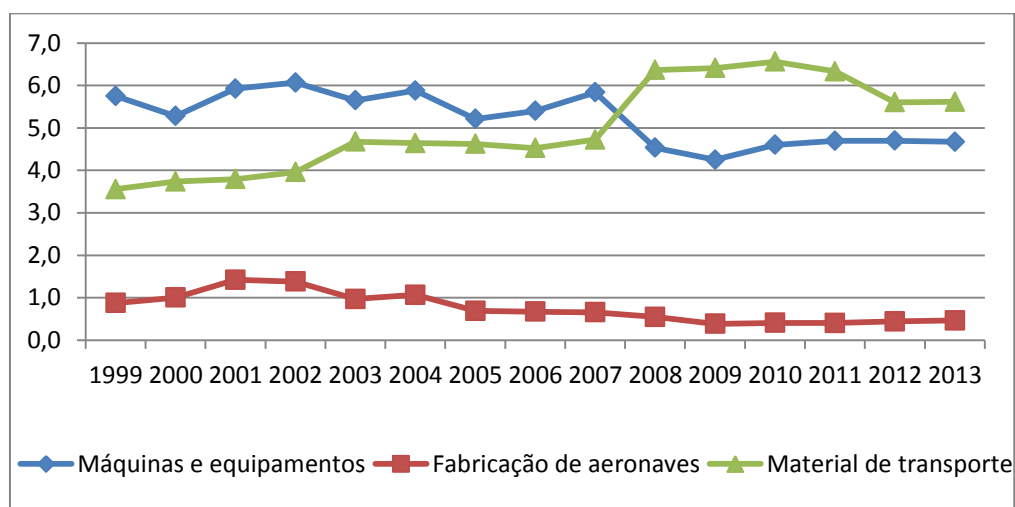
comportamentos distintos com relação ao financiamento, uma vez que o setor têxtil e de calçados é um dos poucos que foge da tendência geral de queda do endividamento de curto prazo. Já com relação aos ativos, os dois segmentos mostraram uma participação maior do ativo circulante em relação ao imobilizado, tendência contrária à média das empresas do painel, com maior destaque para têxtil e calçados, que apresenta grande aumento dessa diferença. Isso indica que que, possivelmente, a média foi bastante influenciada pelo comportamento de Vale e Petrobrás, o que poderá ser verificado nos outros setores.

Fica evidente também uma maior fragilidade do setor têxtil e de calçados, caracterizado por empresas menores, volume de investimentos muito menor e pior situação financeira em virtude da elevada participação do financiamento de curto prazo. Além disso, como bem aponta Rocha (2014), o ajuste realizado principalmente pelas empresas de vestuário em resposta à crise de 2008 se baseou na redução das unidades de produção, aumento do conteúdo importado e expansão das atividades de varejo em torno do investimento em marca e ativos comerciais, praticamente não envolvendo expansão da capacidade de produção e geração de empregos.

3.2.3 Setores da indústria metal-mecânica

O segundo conjunto de setores considerado diz respeito à indústria metal-mecânica, da qual fazem parte máquinas e equipamentos, materiais de transporte e material aeronáutico, este último representado pela Embraer como única empresa do painel. O setor de fabricação de máquinas e equipamentos representa cerca de 5% do VTI da indústria brasileira em 2013 (Gráfico 46), enquanto material de transporte responde por 5,6% do VTI. Já o setor de material aeronáutico, embora represente apenas 0,5% do VTI, tem a Embraer como empresa bastante representativa nacional e internacionalmente, sendo que se considerarmos apenas as empresas de capital aberto selecionadas, esta empresa é responsável por 1,5% dos ativos totais, superando o índice apresentado pelos outros dois setores (0,9% máquinas e equipamentos e 1,2% material de transporte – Gráfico 47).

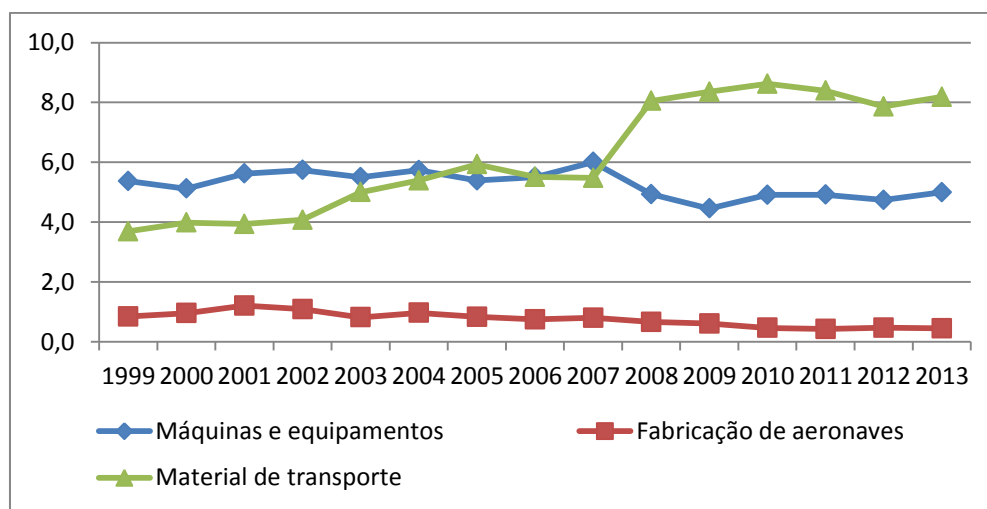
Gráfico 46 – Participação (%) no VTI da indústria brasileira – Indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA-IBGE

O que se observa nos dois gráficos referidos é uma mudança a partir de 2008, com o setor de material de transporte passando a ser mais representativo que o de máquinas e equipamentos. Nota-se que as trajetórias desses dois setores vinham relativamente estáveis até essa mudança em 2008.

Gráfico 47 – Participação (%) dos ativos das empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica no total do painel – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da Economática

Sobre a concentração dos setores e tamanho das empresas, o setor de máquinas e equipamentos se mostra menos concentrado que os demais, sendo formado por empresas de porte relativamente menor, mas ainda assim acima da média da indústria. Neste segmento, as 12 maiores empresas empregam pouco menos de 10% do pessoal ocupado no setor em 2013, número que apresentou leve queda de 2006 a 2013.

Dividindo-se materiais de transporte em fabricação de caminhões e ônibus, fabricação e carrocerias e reboques e autopeças, percebe-se uma concentração muito maior em caminhões e ônibus (98% do pessoal ocupado nas 12 maiores empresas em 2013), pela própria característica da produção que exige maiores plantas e maior imobilização de capital. O subsetor de autopeças é o mais pulverizado dentre esses três (23% do pessoal ocupado nas 12 maiores), o que também se explica por uma complexidade e exigência de imobilização de capital menores.

Já em fabricação de aeronaves tem-se uma concentração elevada (92% nas 12 maiores em 2013), conforme esperado. Nota-se, no entanto, que essa concentração é menor que em caminhões e ônibus e decrescente nos últimos anos, apesar da relevância da Embraer¹⁶.

Sobre a participação de cada uma das empresas do painel no ativo total, no setor produtor de máquinas e equipamentos há uma predominância da empresa Whirpool, que responde por cerca de 50% dos ativos do setor. Apesar de uma relativa perda de participação de 2007 a 2011, a referida empresa volta a ter tal representatividade nos dois últimos anos da série. Outras empresas bastante representativas são a Inepar, que representa de 20% a 30% dos ativos do setor ao longo do período, e a Romi, que chegou a 16% dos ativos em 2008 e responde por 10% em 2013. Destaca-se também a Itaotec, que chegou a 13% no início do período e vai perdendo participação, fechando em 5,5% em 2013.

No setor de material de transportes a maior participação nos ativos é da empresa Iochpe-Maxion, fabricante de autopeças principalmente, representando 32% em 2013. A representatividade da empresa estava neste patamar no início do período analisado, se reduziu ao longo dos anos e voltou a crescer em 2012. Também se destacam Marcopolo, fabricante de ônibus, e Randon, de carrocerias e reboques, com mais de 20% dos ativos das empresas de capital aberto do setor cada uma. Plascar e Metal Leve têm representatividade um pouco menor. Contudo, percebe-se que não há uma clara predominância de uma ou duas empresas como em outros setores, fazendo com que os indicadores não reflitam apenas o

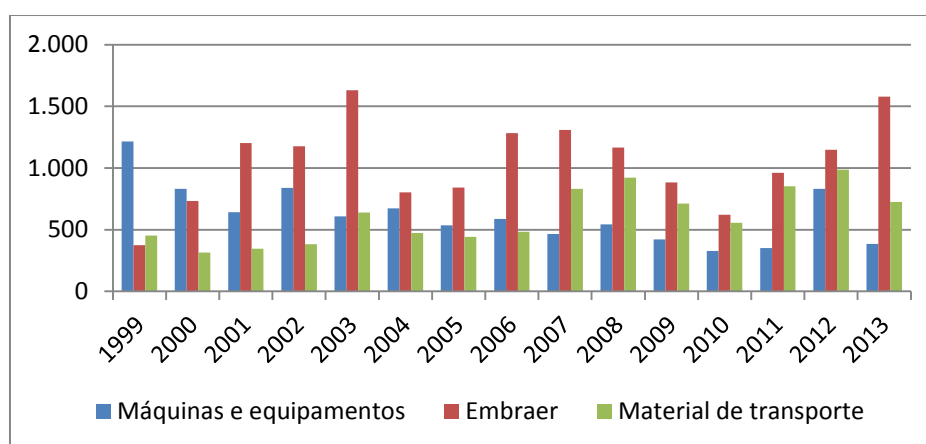
¹⁶ Ver Anexo 1.

comportamento de uma empresa dominante¹⁷. Quanto a material aeronáutico, a única empresa do painel é a Embraer.

Com relação aos gastos com aquisição de ativo imobilizado, no Gráfico 48 percebe-se que de 2001 em diante os maiores dispêndios foram realizados pelo setor de material aeronáutico, ou seja, os investimentos da Embraer superaram os das empresas dos outros dois setores. Há um ciclo bastante relevante de investimentos por parte da empresa entre 2001 e 2003, quando chega ao maior volume no período analisado. Outro ciclo relevante vai de 2006 a 2008, embora neste último ano o volume tenha sido um pouco mais baixo. Há então uma trajetória descendente de 2008 a 2010 e uma tendência de crescimento de 2011 a 2013.

Em máquinas e equipamentos, têm-se os maiores valores entre 1999 e 2002, curiosamente um período de mais baixo crescimento econômico em relação aos anos seguintes, voltando a ter um pico somente em 2012, seguido de um menor volume em 2013. Já as empresas do setor de material de transporte apresentam uma trajetória crescente entre 2006 e 2008, seguindo a conjuntura macroeconômica, desacelerando até 2010, voltando a crescer em 2011 e 2012 para uma nova desaceleração em 2013.

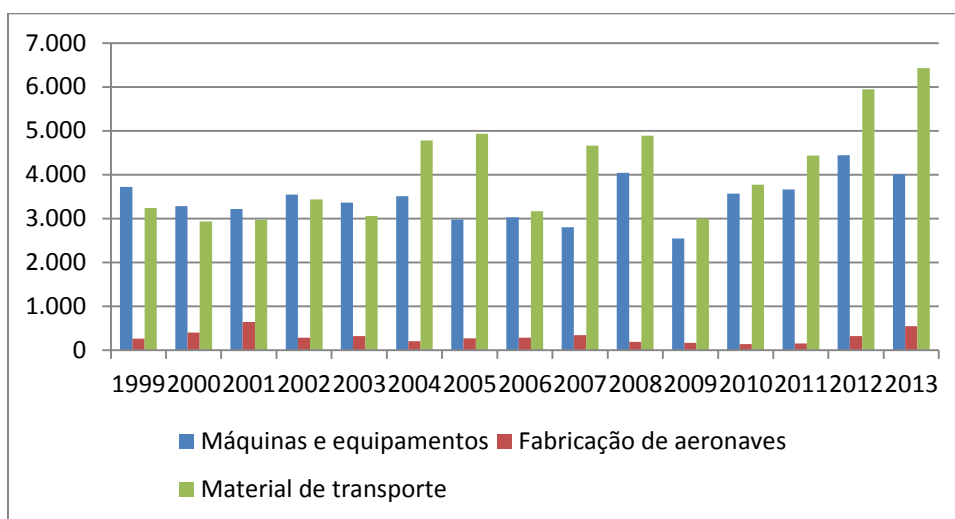
Gráfico 48 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

¹⁷ Ver Anexo 3.

Gráfico 49 - Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Setores da indústria metal-mecânica –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PIA/IBGE

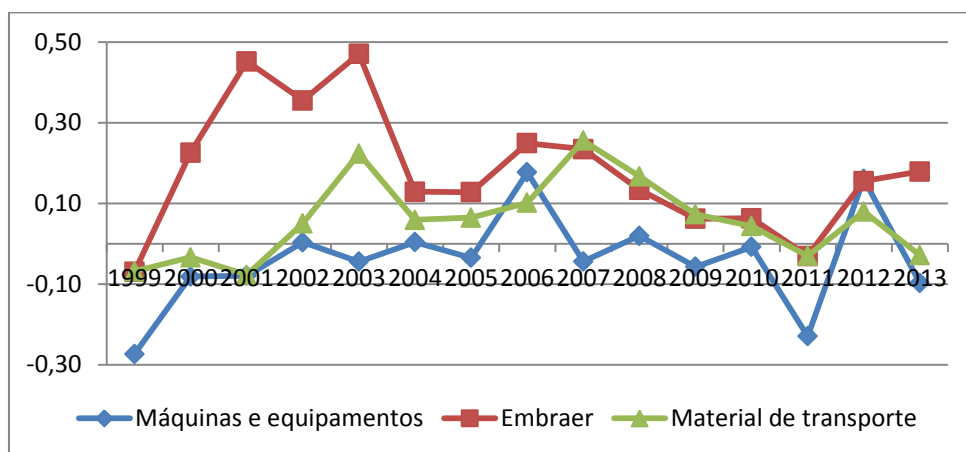
Na comparação com os dados setoriais da PIA (Gráfico 49), o que chama atenção é o volume de gastos do setor aeronáutico, que representa uma parcela muito menor frente aos outros dois que a Embraer em relação às empresas do painel. Isso ocorre pois a Embraer, assim como Vale e Petrobrás, também é um grupo diversificado que atua em outros segmentos. No mais, as movimentações são parecidas, com exceção de 2013 em que os gastos do setor de materiais de transporte crescem enquanto se consideradas apenas as empresas do painel estes caem em relação ao ano anterior.

Complementando a análise, o indicador aquisição líquida de imobilizado, que aparece no Gráfico 50, mostra novamente essa preponderância da Embraer, em especial de 2000 a 2003, período no qual os outros setores mostraram indicadores negativos, ou seja, as compras de ativo imobilizado foram inferiores à somatória das vendas de tais ativos e da depreciação.

Chama atenção que, a despeito de apresentarem volumes elevados de dispêndio com aquisição de ativo imobilizado entre 1999 e 2002, as empresas do setor de máquinas e equipamentos mostram nesses anos um índice negativo de aquisição de imobilizado. Isso indica, possivelmente, que as aquisições se realizaram principalmente em busca de modernização das plantas produtivas e não propriamente para adição de capacidade de produção. Os únicos anos do período em que os acréscimos de imobilizado das empresas de máquinas e equipamentos são significativos são 2006 e 2012.

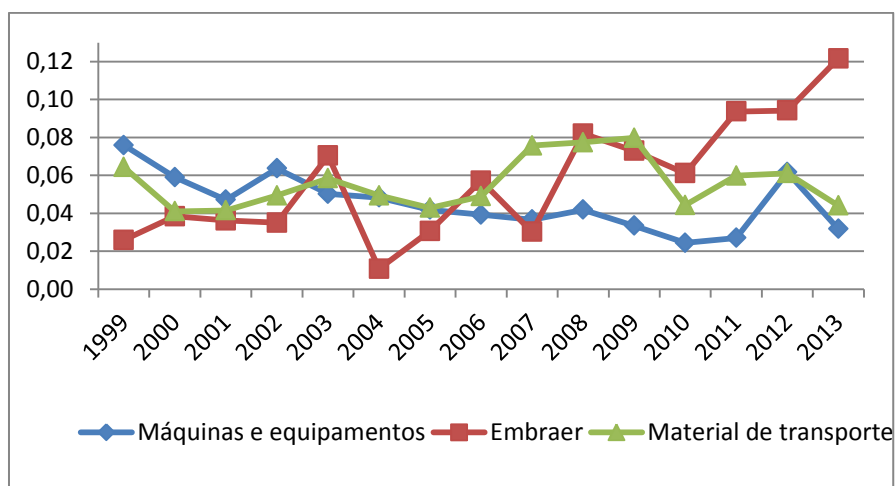
As empresas de material de transporte também apresentam aquisição líquida de imobilizado negativa nos três primeiros anos do período e tem seus maiores valores em 2003, 2007 e 2008, ano a partir do qual se inicia uma tendência de queda, com certa recuperação no ano de 2012.

Gráfico 50 – Aquisição líquida de imobilizado – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.



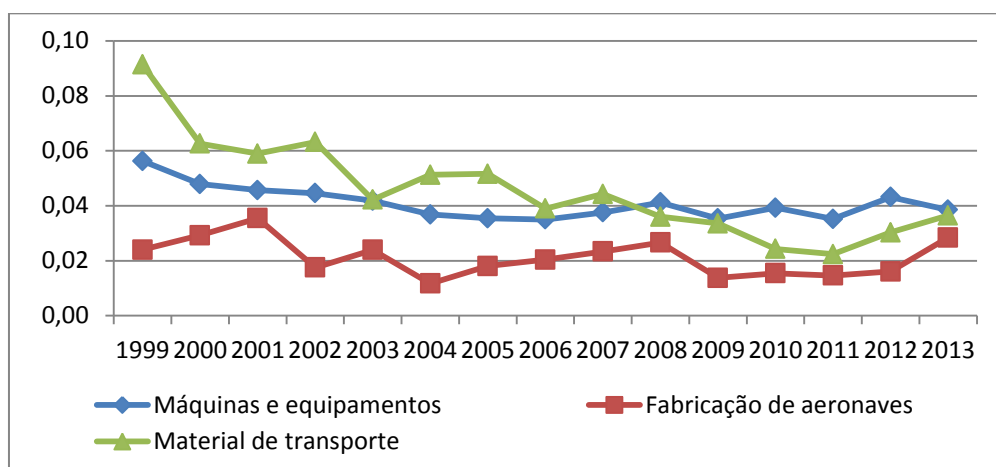
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 51 – Imobilização da receita líquida – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 52 - Imobilização da receita líquida – Setores da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PIA/IBGE.

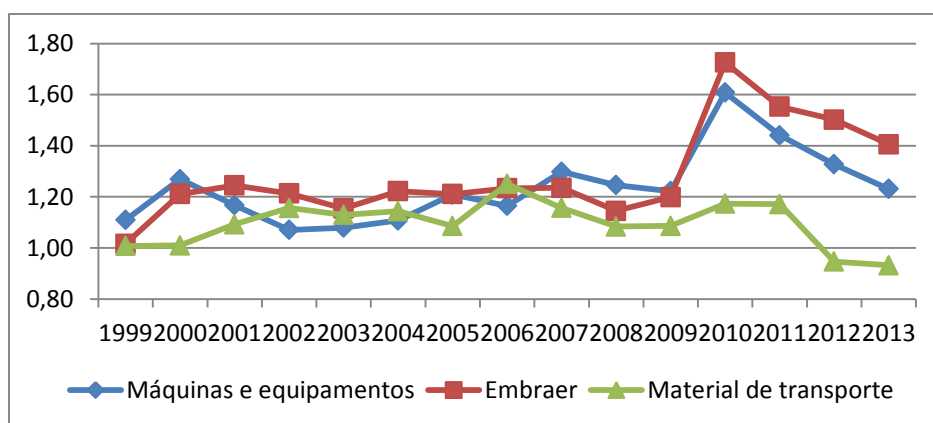
Sobre o indicador de imobilização da receita líquida (Gráfico 51), tem-se uma tendência crescente para a Embraer, em especial após 2004, chegando a 12% em 2013. Em máquinas e equipamentos a trajetória é decrescente, partindo de 8% em 1999 e chegando em 3% em 2013, após atingir seu ponto mais baixo (2%) em 2010. Já para as empresas de materiais de transporte, este indicador atinge seu ponto mais elevado, com 8% da receita líquida destinada à aquisição de imobilizado, entre 2007 e 2009, mas cai nos anos seguintes, fechando o período a 4%.

Em comparação com os dados da PIA, mais uma vez a maior diferença aparece no comportamento da Embraer em relação ao setor de fabricação de aeronaves, pelos motivos já explicitados anteriormente. Chama atenção também que o indicador de imobilização da receita aparece menor no total dos setores em relação às empresas do painel. Além disso, outra diferença está na tendência decrescente mais clara nos dados setoriais da PIA (Gráfico 52).

Os movimentos de aquisição de imobilizado refletem nos demais indicadores extraídos dos demonstrativos financeiros, como explicitados nos gráficos seguintes. No Gráfico 53 tem-se o indicador de liquidez geral, que mostra a capacidade de pagamento das empresas no curto e longo período. Apenas as empresas de materiais de transporte nos dois últimos anos do período apresentam tal indicador abaixo de 1,0, o que significa que, com essas exceções, não há problemas de liquidez e capacidade de pagamento por parte das empresas da indústria metal-mecânica. Outro ponto que chama atenção é a elevação da

liquidez geral para os três setores em 2010, mostrando, de certo modo, maior preferência pela liquidez em um momento pós-crise internacional.

Gráfico 53 – Liquidez geral – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica –1999 a 2013.



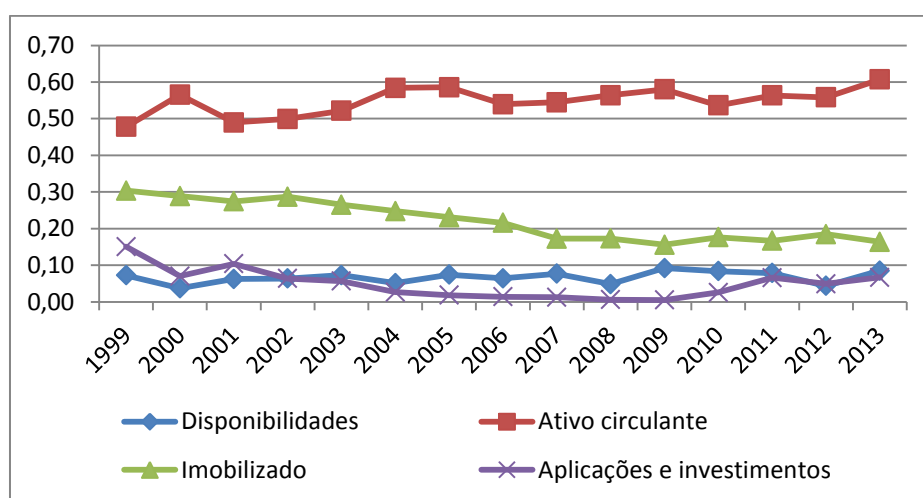
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

No que se refere à participação do imobilizado no ativo total, observavam-se comportamentos bastante distintos entre os três setores aqui analisados (Gráficos 54, 55 e 56). As empresas de máquinas e equipamentos mostram uma queda progressiva deste indicador, que passa de 30% em 1999 para 16% em 2013. Nas empresas de material de transporte essa proporção se mantém durante todo o período ao redor dos 30%, apesar de algumas pequenas oscilações. Já a Embraer, apesar de apresentar uma tendência de crescimento da participação do imobilizado, este indicador ainda é relativamente baixo, chegando no máximo a 20%. Deve-se destacar que a empresa do setor aeronáutico chega a este valor após diversos anos em que as aquisições de ativo imobilizado por parte da Embraer superaram as das empresas dos outros dois setores. Em contraste, a Embraer possui, em especial no início do período analisado, uma proporção muito maior do ativo circulante. Isso mostra que, estruturalmente, a empresa trabalha com baixa imobilização. Tal afirmação é referendada no Gráfico 56, que mostra que a proporção das disponibilidades no ativo total da Embraer é maior que a do imobilizado até 2009, quando passam a ser praticamente idênticas. Esse fenômeno não se repete em nenhum outro setor.

Apesar dessa característica de manter maior liquidez em seus ativos, as aplicações financeiras de curto prazo e investimentos e em subsidiárias e coligadas da Embraer só se tornam relevantes em seu portfólio de 2010 em diante, quando a passam a representar 9% de

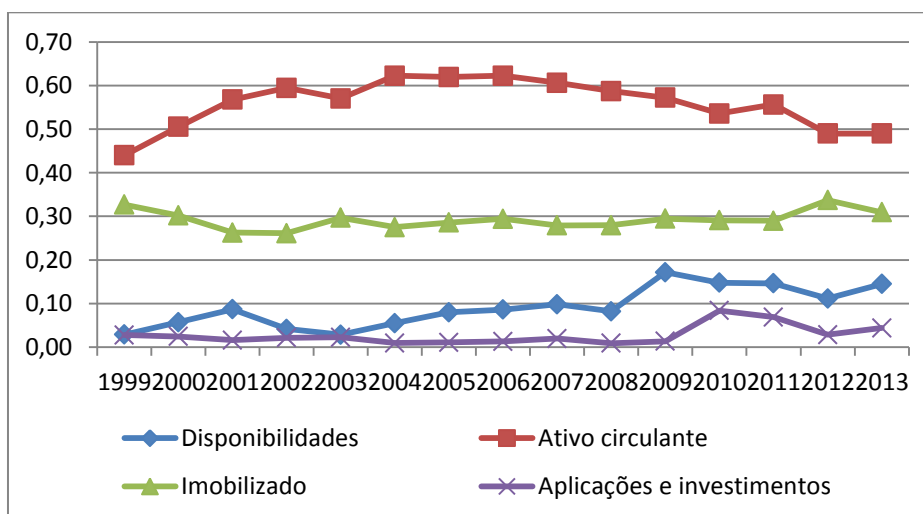
seus ativos. Nas empresas de materiais de transporte, apesar de uma queda do ativo circulante nos últimos anos, há um crescimento tanto das disponibilidades quanto das formas alternativas de valorização (aplicações e investimentos em subsidiárias e coligadas), mais líquidas que o investimento em ativo imobilizado, a partir de 2009. Em máquinas e equipamentos, a proporção das disponibilidades segue estável e as aplicações e investimentos, após caírem entre 2002 e 2009, voltam a subir após o referido ano.

Gráfico 54 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de máquinas e equipamentos – 1999 a 2013.

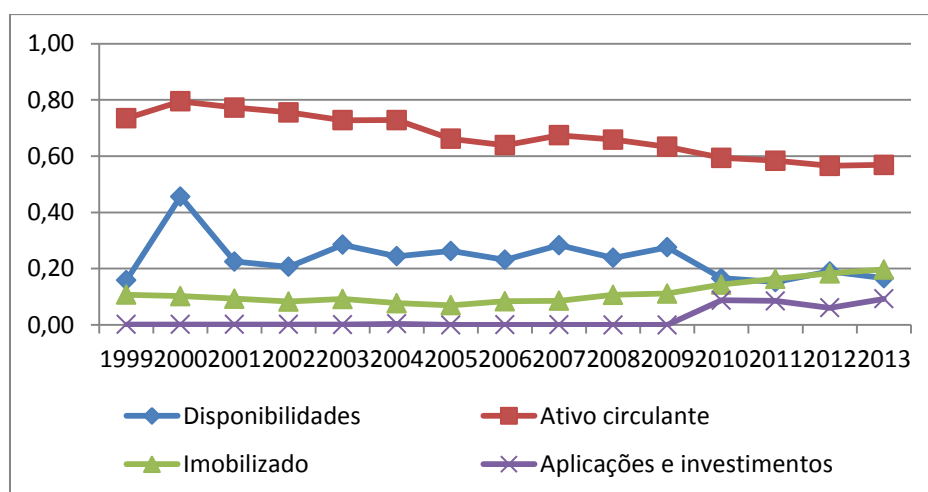


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 55 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de materiais de transporte – 1999 a 2013.

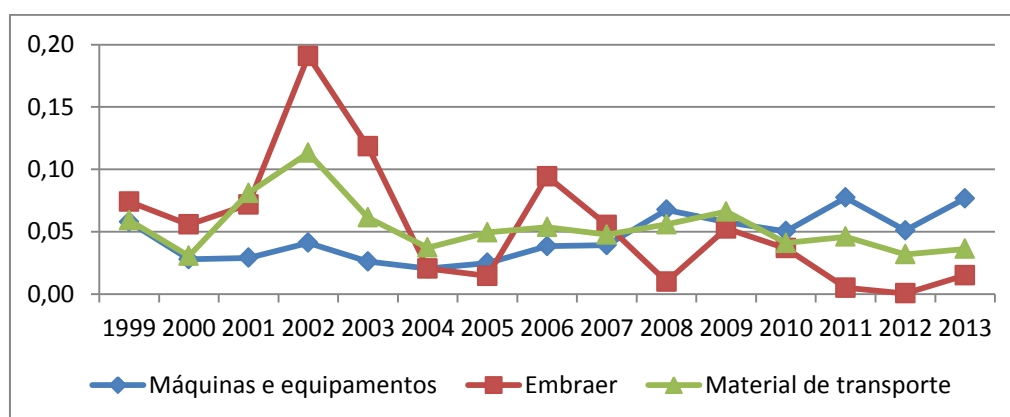


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 56 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Embraer – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Sobre a participação das receitas financeiras no total das receitas (Gráfico 57), estas foram bastante representativas para a Embraer até 2003, atingindo o pico de 20% em 2002, caindo em seguida para abaixo de 5%, com exceção de 2006. Nota-se que isso ocorre mesmo com as aplicações financeiras tendo representatividade nula no ativo total da empresa.

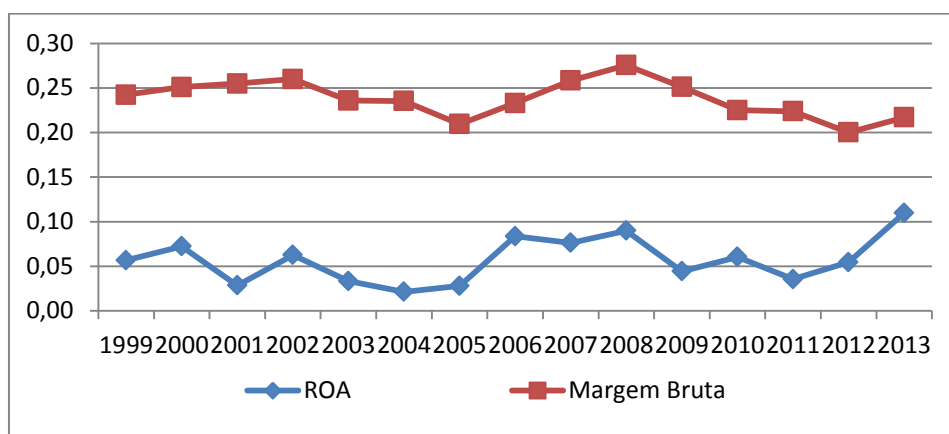
Gráfico 57 – Participação das receitas financeiras – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

No que diz respeito aos indicadores de rentabilidade e lucratividade (Gráficos 58, 59 e 60), observam-se diferentes períodos de maior rentabilidade do ativo entre os setores analisados. As empresas de máquinas e equipamentos tiveram maior rentabilidade do ativo

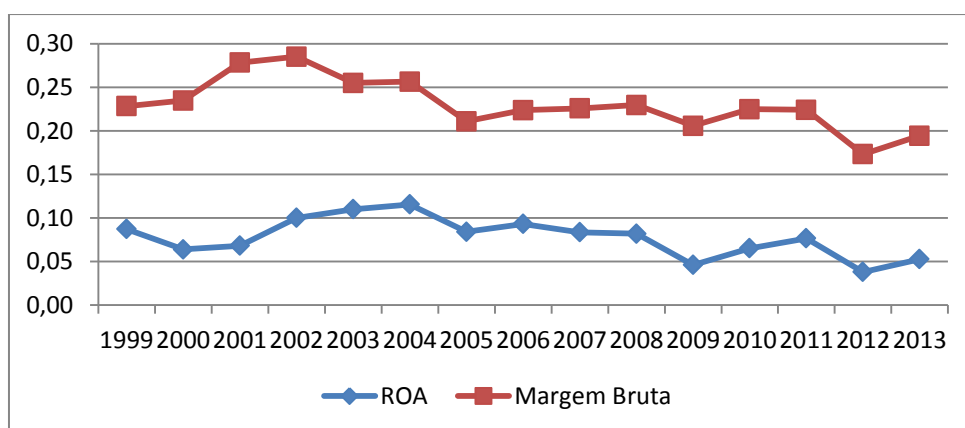
entre 2006 e 2008, período coincidente com o auge dos investimentos na economia brasileira nos anos 2000, e no ano de 2013 atinge o ponto mais alto do período (11%). Já as empresas de materiais de transporte apresentam maiores taxas de retorno sobre o ativo entre 2002 e 2004, únicos anos em que esta taxa supera 10%. Já para a Embraer, o auge está nos primeiros anos do período, chegando a 14% em 2001.

Gráfico 58 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de máquinas e equipamentos – 1999 a 2013.

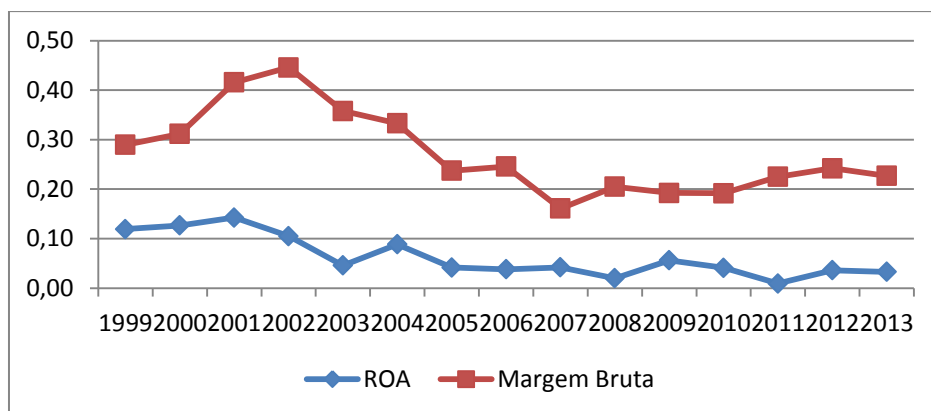


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 59 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de materiais de transporte – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

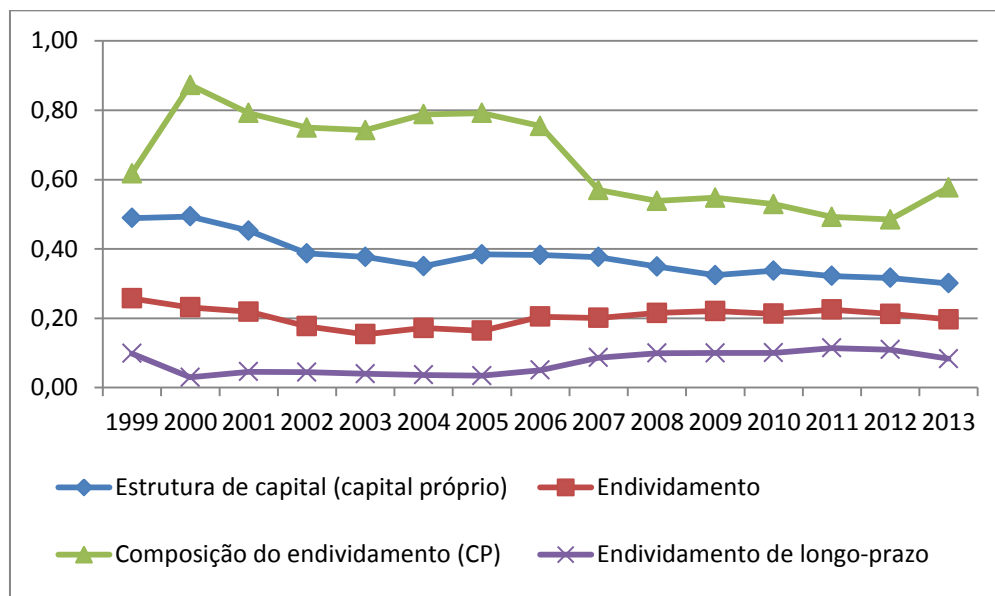
Gráfico 60 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Embraer – 1999 a 2013.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economatica.

As trajetórias dos indicadores de margem bruta são semelhantes às do ROA para os três setores. O que chama atenção, contudo, são os movimentos apresentados por este indicador para a Embraer. No início do período, o lucro bruto em relação aos custos da empresa chega a 45% em 2002, valor muito superior ao dos outros setores que não passam dos 30%. No entanto, este índice sofre uma queda brusca entre 2002 e 2005, chegando a menos de 16%.

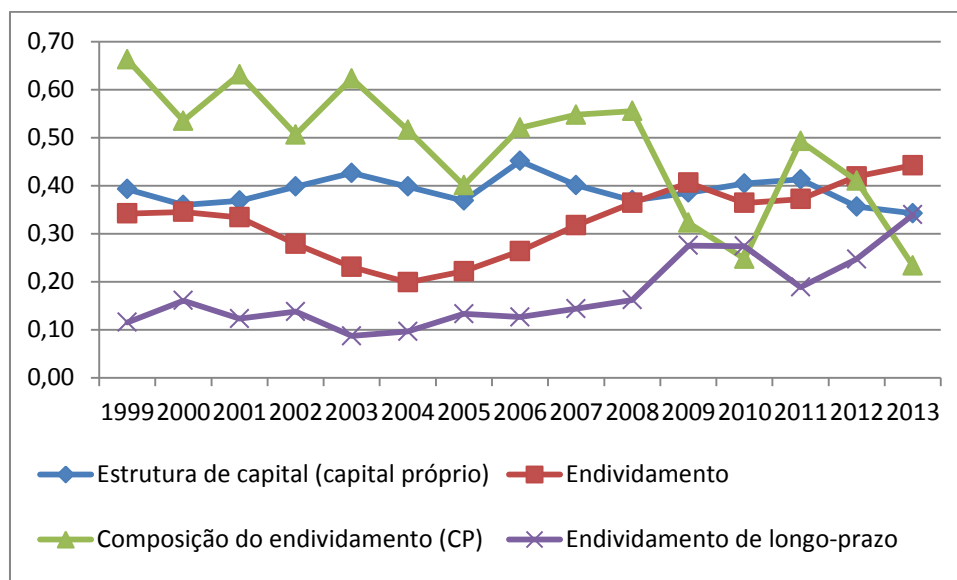
Com relação à estrutura de capital e financiamento, há no setor de máquinas e equipamentos um movimento de queda da participação do capital próprio no total das fontes de financiamento, passando de quase 50% no início do período para 30% no final. No setor de material de transporte a trajetória é semelhante, embora o ponto de partida seja menos elevado e se apresente um pico de 45% em 2006. Apesar dessa semelhança, há uma diferença importante quanto ao passivo oneroso. Enquanto as empresas de máquinas e equipamentos reduziram seu endividamento de 25% para 18% (com vales de 14% em 2003 e 2005), este indicador cresce para as empresas de material de transporte, passando de 34% para 44%, apesar de uma redução de patamar de 2001 para 2004. Por outro lado, no último setor há uma redução mais significativa do endividamento de curto prazo, que passa de 66% para 23%, apesar de um aumento em 2011 e 2012, quando chegou à casa dos 40%. Em máquinas e equipamentos também há redução do passivo oneroso de curto prazo, que chegou a representar 87% do endividamento total, mas o patamar em 2013 ainda é bastante elevado, sendo pouco menor de 60%.

Gráfico 61 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de máquinas e equipamentos – 1999 a 2013.

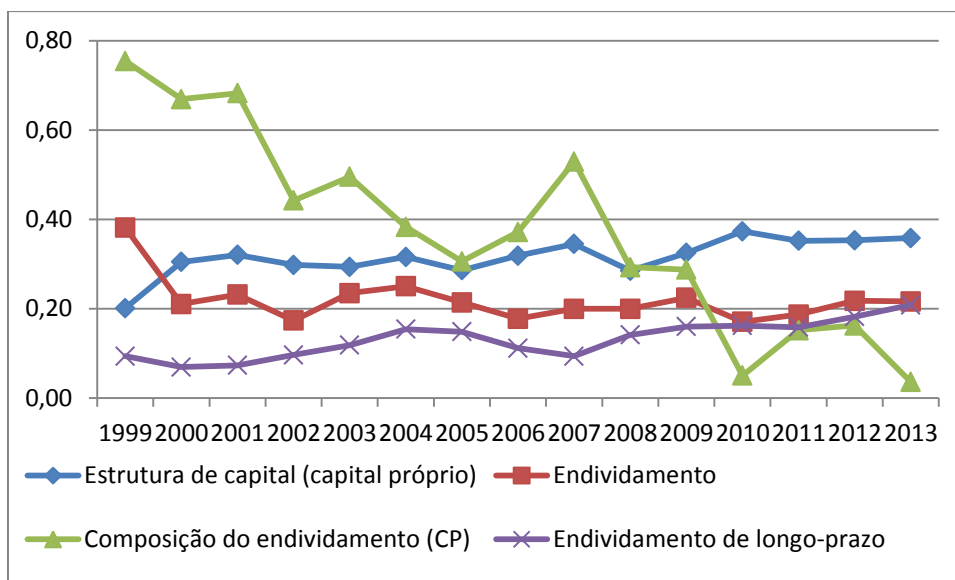


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 62 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de materiais de transporte – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 63 – Estrutura de capital e endividamento – Embraer – 1999 a 2013.

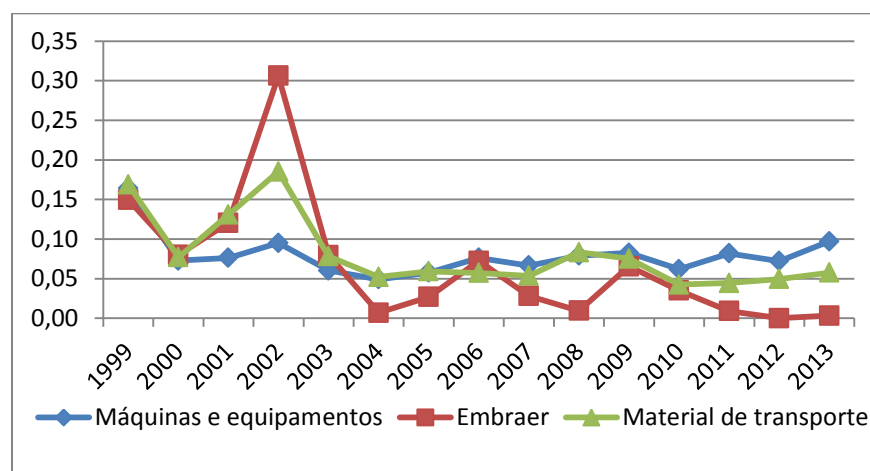
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Já a Embraer apresenta um comportamento bastante distinto. A participação do capital próprio nas fontes de financiamento é muito pequena no início do período (20% em 1999) e chega à casa dos 30% nos anos seguintes, patamar no qual se mantém até 2013. Quanto à proporção do passivo oneroso, o ano de 1999 aparece como exceção, e a partir de então este indicador situa-se ao redor de 20%. O que chama mais atenção, contudo, é o movimento do indicador de composição do endividamento, que era 75% de curto prazo em 1999 e chega a apenas 4% em 2013, com movimentos bruscos de queda em 2008 e 2010.

Com relação à participação do endividamento de longo prazo no total das fontes de financiamento, observa-se um crescimento nos três setores analisados de 2005 em diante, ressaltando a importância da política de expansão de crédito realizada pelo BNDES. No entanto, em máquinas e equipamentos, setor menos concentrado, essa participação não passa de 11%, enquanto atinge 20% para a Embraer e chega ao pico de 34% para as empresas de materiais de transporte.

Sobre as despesas financeiras e sua participação nas receitas (Gráfico 64), as maiores oscilações observadas acontecem na Embraer. Essas despesas chegaram a 31% da receita líquida em 2002 e, após diversas oscilações, atingem um valor insignificante em 2013. Nos outros setores a trajetória é também de queda, embora em menores proporções, seguindo o movimento observado para o endividamento, em particular o de curto prazo.

Gráfico 64 – Participação das despesas financeiras – Empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Tabela 5 – Postura e fragilidade financeira das empresas de capital aberto da indústria metal-mecânica - Número de empresas em cada postura (Máquinas e equipamentos e materiais de transporte) e postura (Embraer) – 1999 a 2013.

	Máquinas e equipamentos			Materiais de transporte			Embraer
	Hedge	Especulativa	Ponzi	Hedge	Especulativa	Ponzi	
1999	0	0	7	1	0	4	Especulativa
2000	2	1	4	2	0	3	Hedge
2001	2	0	5	1	0	4	Hedge
2002	3	0	4	1	0	4	Ponzi
2003	2	0	5	2	1	2	Especulativa
2004	4	0	3	2	1	2	Hedge
2005	2	1	4	3	0	2	Especulativa
2006	3	1	3	3	1	1	Ponzi
2007	3	1	3	4	1	0	Especulativa
2008	2	2	3	0	3	2	Especulativa
2009	0	2	5	0	2	3	Especulativa
2010	1	1	4	1	3	1	Especulativa
2011	0	2	5	0	5	0	Especulativa
2012	0	1	5	0	3	2	Especulativa
2013	1	2	3	0	4	1	Hedge

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

As despesas financeiras, por sua vez, refletem na análise da fragilidade financeira das empresas de capital aberto dos setores aqui analisados. Observa-se na Tabela 5 que de 1999 a 2002 é grande a ocorrência de postura *ponzi* entre as empresas das indústrias metal-

mecânica e de materiais de transporte, o que coincide com o período de elevada participação das despesas financeiras. De 2003 a 2007 a fragilidade financeira das empresas se reduz, em especial do setor de materiais de transporte. A partir da crise de 2008 há baixíssima incidência de posturas *hedge*, mostrando situação de certa fragilidade entre as empresas aqui consideradas.

Em síntese, os três setores aqui abordados apresentam diferenças significativas com relação à realização de investimentos entre si e também com relação à média do painel. Percebe-se que a partir de 2001 os gastos da Embraer com aquisição de ativo imobilizado passam a superar os dos outros setores e destaca-se também que esta empresa apresentou altos índices de aquisição líquida, em virtude de possuir uma pequena, porém crescente, porcentagem de imobilizado em seu ativo total. Outro ponto de destaque diz respeito ao setor de máquinas e equipamentos, que mesmo com períodos de elevação do investimento industrial, que deveria resultar em maior demanda para o setor, apresentou em quase todos os anos um índice de aquisição líquida negativo. Ou seja, a maior demanda por bens de capital não estimulou efetiva criação de capacidade produtiva no setor e, aparentemente, foi satisfeita primordialmente por importações.

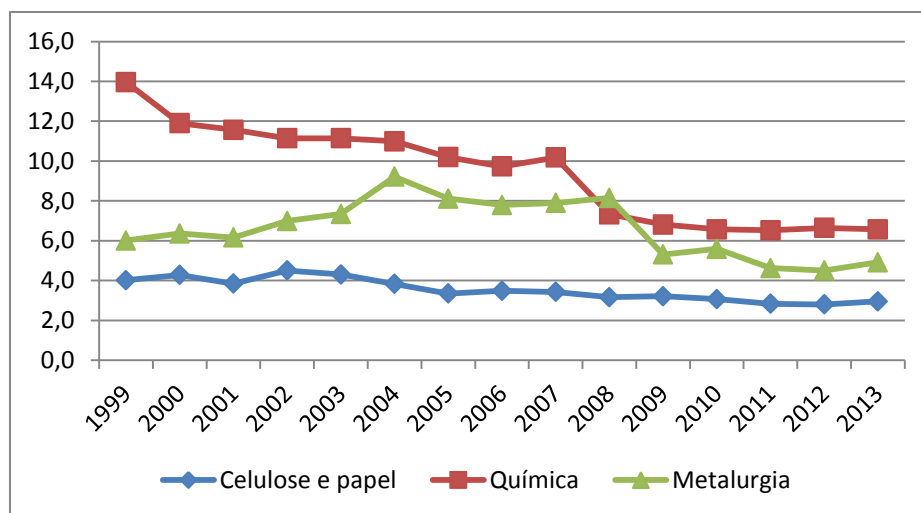
Com relação ao endividamento, chama atenção a persistência dos empréstimos de longo prazo nos setores de materiais de transporte e, principalmente, de máquinas e equipamentos. No primeiro em momento de ápice dos investimentos houve aumento de tais empréstimos e no segundo a proporção destes entre o total de empréstimos apresenta trajetória descendente, mas ainda muito relevante, representando mais da metade do passivo oneroso. Especialmente em máquinas e equipamentos, setor formado por empresas de menor porte, os empréstimos de longo prazo não ganharam relevância ao longo do período.

3.2.4 Setores da indústria de insumos básicos

O terceiro conjunto de setores aqui analisados é a indústria de insumos básicos, da qual fazem parte dos setores produtores de celulose e papel, de produtos químicos e pela indústria metalúrgica. O setor de fabricação de celulose e papel corresponde a 3% do VTI da indústria brasileira em 2013, enquanto a indústria metalúrgica responde por 5% e o ramo químico por 6% no mesmo ano (Gráfico 65). Contudo, observa-se uma tendência de queda da participação do setor químico, que iniciou o período representando 14% do VTI da indústria brasileira. Por sua vez, o ramo metalúrgico chega a representar 9% do VTI em 2004, mantém

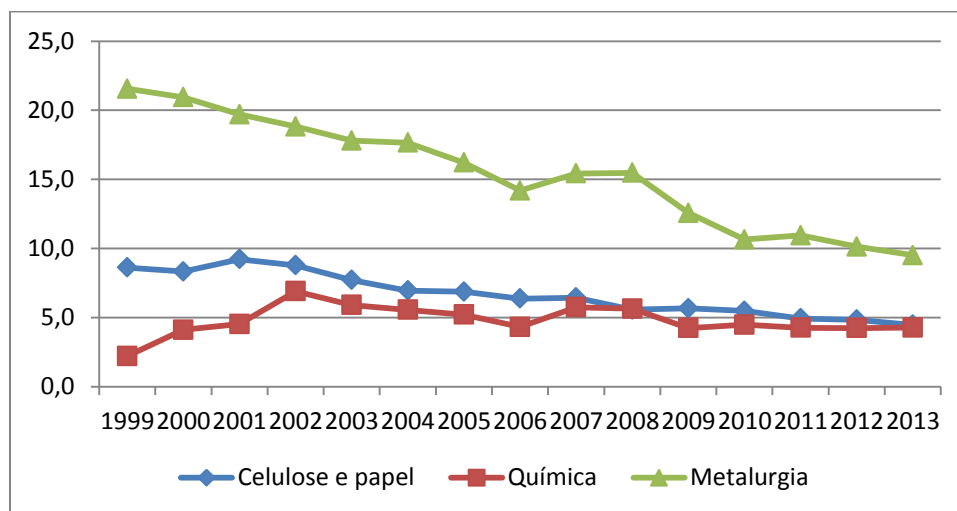
sua participação até 2008 e desce de patamar a partir de 2009. Já em celulose e papel o que se observa é uma leve perda de participação, de cerca de 4% para 3% ao longo do período.

Gráfico 65 – Participação (%) no VTI da indústria brasileira – Indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA-IBGE

Gráfico 66 – Participação (%) dos ativos das empresas de capital aberto de insumos básicos no total do painel - 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir da PIA-IBGE

No Gráfico 66 é apresentada a evolução da participação das empresas de capital aberto de insumos básicos no total do painel. Apesar do setor metalúrgico ainda ser o mais representativo (20%), este foi o que apresentou maior queda, já que sua participação nos

ativos totais era de 22% em 1999. No setor de celulose e papel também há uma queda ao longo do período, de 9% para 4% enquanto no ramo químico há um aumento de 2% para 4%.

Com relação ao porte das empresas, a concentração de pessoal ocupado nas maiores firmas empresas ocorre na indústria metalúrgica (32% nas 12 maiores), seguida pela química (23%) e a produção de celulose e papel em terceiro lugar (16%). Em todos os três setores, contudo, observa-se uma tendência de aumento dessa concentração nos três índices considerados, sendo o maior aumento observado exatamente no setor de celulose e papel¹⁸.

Sobre as empresas de capital aberto, nos primeiros anos do período havia certo equilíbrio no setor de celulose e papel no que se refere à participação no ativo. Aracruz, Klabin, Suzano e VCP (Votorantim Celulose e Papel, atualmente Fibria) respondiam por aproximadamente 25% dos ativos cada uma, com a Aracruz situando-se levemente à frente, depois observando um crescimento da VCP e uma perda de participação da Klabin. A maior mudança, contudo ocorre de 2008 para 2009. Com a Aracruz em má situação financeira em virtude de especulações no mercado de derivativos (Ramos, 2014), esta acaba sendo comprada pela VCP, dando origem à Fibria, que em 2009 chega a possuir 57% dos ativos dentre as empresas de capital aberto do setor. A participação desta empresa passa então a cair nos anos seguintes, chegando a 38% em 2013, sendo superada pela Suzano, que ganha participação desde 2010, por 0,5 ponto percentual.

No ramo químico, apesar do painel conter uma empresa a mais que o setor de celulose e papel, a concentração dos ativos entre essas empresas é maior. Em 2013 a Braskem é responsável por quase 72% do total de ativos das empresas de capital aberto do setor, sendo a segunda maior, Ultrapar, detentora de 24%. A representatividade das demais é muito pequena. Observa-se também uma queda relevante da participação da M&G Poliéster e da Unipar, empresas que representavam cada uma mais de 15% dos ativos em 1999 e passam a ter uma representatividade quase nula em 2013. Entende-se, então, que boa parte dos indicadores do setor reflete o comportamento da Braskem.

O setor metalúrgico possui mais empresas de capital aberto que os demais, chegando a 17 no painel. Contudo, quase a totalidade dos ativos destas 17 empresas se concentra em apenas três: Gerdau, Siderúrgica Nacional e Usiminas. A representatividade da quarta empresa, Tupy, não passa dos 3% e as demais não chegam a 1% em 2013. Dentre as três maiores, é notável a expansão da Gerdau entre 1999 e 2008, passando de 18% para quase 47%. Tal proporção, contudo, cai levemente nos seguintes, terminando o período em 39%.

¹⁸ Para maiores detalhes sobre os indicadores de concentração ver Anexo 1.

Rocha (2014) destaca a expansão da Gerdau via aquisição de empresas, em especial com as privatizações no Brasil e no restante da América Latina, que resultaram em uma grande quantidade de ativos disponíveis que foram incorporados pela empresa em questão.

A Siderúrgica Nacional (CSN) tem em 2013 uma participação no ativo um pouco menor que em 1999, após uma trajetória descendente até 2008 e recuperação relativa a partir de então. Segundo Rocha (2014), a CSN se expandiu no período pós-privatizações com a aquisição de usinas no Brasil e também em alguns outros países da América Latina. Já a Usiminas perde participação ao longo do período, partindo de 34% e chegando a 21% em 2013¹⁹.

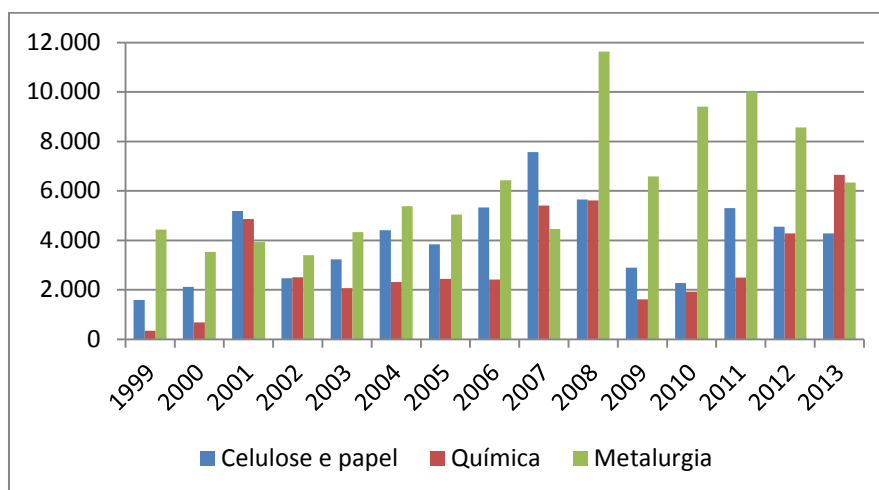
Após esta breve análise dos setores, seguem-se os indicadores extraídos dos demonstrativos financeiros, expressos nas tabelas e gráficos seguintes, das principais empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos.

Os gastos com aquisição de ativo imobilizado, expressos no Gráfico 67 mostram que na maior parte dos anos englobados os maiores dispêndios foram realizados pelas empresas do setor metalúrgico, à exceção de 2001, 2007 e 2011. Os gastos do setor apresentam uma trajetória de crescimento, com leves oscilações, até 2008, quando atingem seu ápice, uma queda em 2009 (embora permaneçam em um nível razoavelmente elevado) e um patamar mais elevado de 2010 em diante. Complementando a análise com o Gráfico 69, percebe-se que até 2007 o indicador de aquisição líquida é negativo ou muito baixo, mostrando que de fato houve baixa adição de capacidade produtiva. Após o ponto mais alto em 2008 (13% em relação ao estoque do ano anterior) e uma ligeira queda em 2009, os anos de 2010 e 2011 mostra, efetiva criação de capacidade produtiva pelas empresas do setor, acima de 10% do estoque do ano anterior. Em 2012 e 2013, essa adição assume uma trajetória decrescente, embora ainda mais alta que em anos anteriores a 2008.

Por sua vez, as empresas do setor de celulose e papel apresentam uma tendência crescente de seus gastos com imobilizado entre 2002 e 2007, queda em 2008 e níveis muito baixos em 2009 e 2010. De 2011 a 2013 há um aumento de patamar sem, contudo, atingir o nível de 2007. Apesar do volume de gastos ter sido menor que o da indústria metalúrgica, em boa parte do período a aquisição líquida são maiores que os do outro setor, mais especificamente antes da crise de 2008. O desempenho das empresas de celulose e papel em termos de aquisição líquida é, contudo, muito fraco após o referido ano, sendo negativo ou muito próximo de zero.

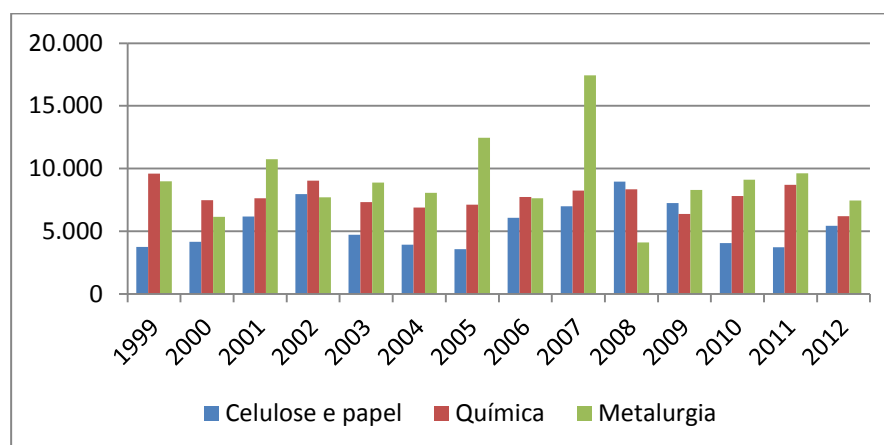
¹⁹ Os dados completos referentes à participação no ativo estão no Anexo 3 deste trabalho.

Gráfico 67 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 68 – Volume de gastos com aquisição de ativo imobilizado – Setores da indústria de insumos básicos –1999 a 2013 – em milhões de reais de 2012.

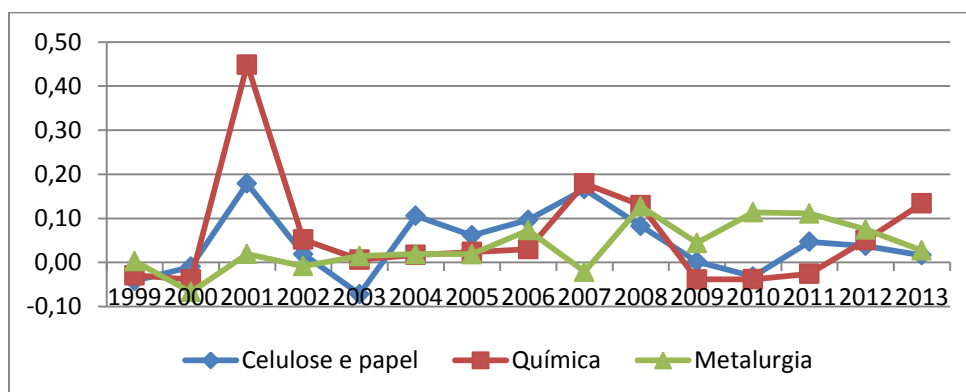


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PIA/IBGE

Já os gastos com ativo imobilizado das empresas do ramo químico seguem uma trajetória relativamente semelhante à do setor de celulose e papel. Volume muito baixo nos dois primeiros anos, crescimento em 2001, estabilidade em um patamar relativamente baixo entre 2002 e 2006, aumento significativo em 2007 e 2008, queda relevante em 2009 e 2010 e trajetória ascendente nos três últimos anos do período. Quanto à aquisição líquida, o indicador

se mostra bastante elevado (45% frente ao estoque do ano anterior) em 2001, situa-se em um patamar próximo de zero entre 2002 e 2006 e cresce significativamente em 2007 e 2008. Nos anos pós-crise (2009 a 2011), o acréscimo líquido de imobilizado das empresas do setor é negativo, voltando a ser positivo e crescente nos dois últimos anos do período.

Gráfico 69 – Aquisição líquida de imobilizado – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.



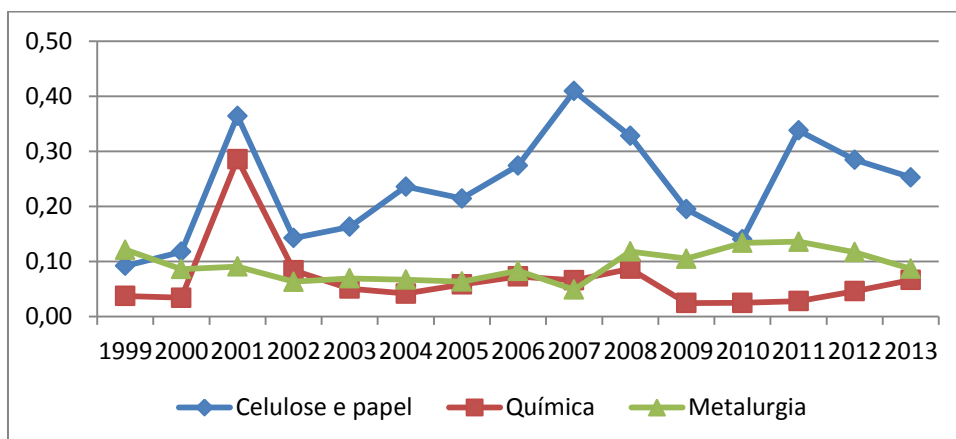
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

No que diz respeito à imobilização da receita líquida (Gráfico 70), observa-se que este indicador é muito maior para as empresas de celulose e papel que para os outros dois setores, mantendo-se por grande parte do período acima de 20% e chegando ao ápice de 41% em 2007. No outros setores o índice não passa de 15%, com exceção do ramo químico em 2001.

Os setores químico e metalúrgico, com exceção do já referido ano de 2001, apresentam padrão parecido, como imobilização da receita líquida entre 5% e 10% até 2008. A partir de 2009, contudo, as empresas do setor metalúrgico superam os 10% e as do ramo químico passam a apresentar valores menores que 5%, até os dois setores voltarem a apresentar valores parecidos em 2013.

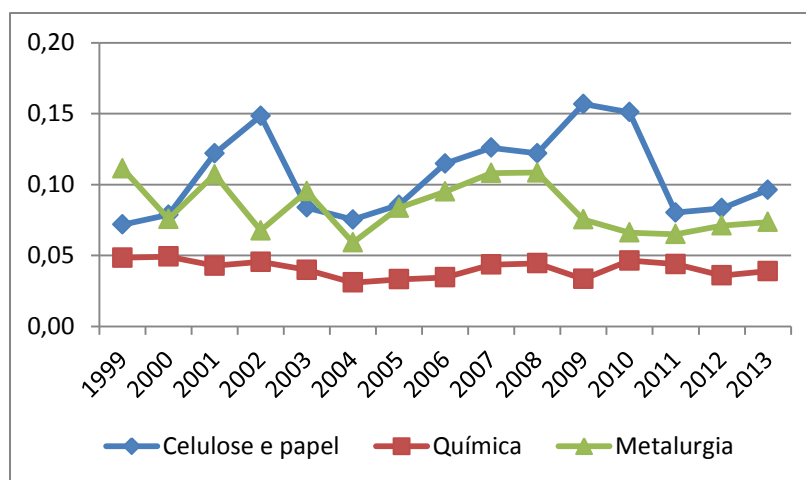
Em comparação com o Gráfico 71, os movimentos são bastante semelhantes, com exceção do setor químico, que no total do setor apresenta este indicador em magnitude muito menor que a das empresas do painel que o compõem. Nos setores da indústria metal-mecânica as tendências observadas nas duas fontes de dados são bastante parecidas, também no que diz respeito aos gastos totais com investimentos. Não se deve deixar de levar em conta que uma das bases (Economática) traz apenas as empresas aqui selecionadas para o painel enquanto a outra (PIA) engloba a população de empresas dos respectivos setores.

Gráfico 70 – Imobilização da receita líquida – Empresas de capital aberto indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 71 – Imobilização da receita líquida – Setores da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.



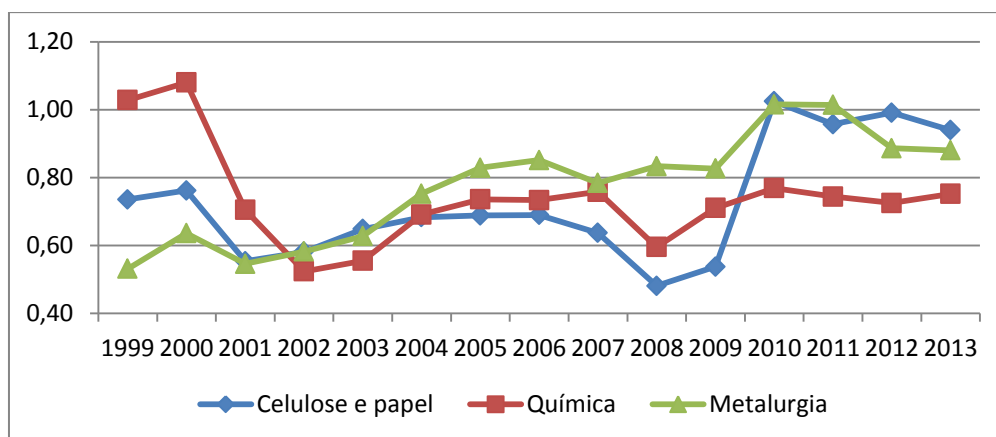
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PIA/IBGE.

Os gráficos seguintes mostram os reflexos das aquisições de imobilizado sobre os demais indicadores financeiros. No Gráfico 72 tem-se o indicador de liquidez geral para os três setores da indústria de insumos básicos aqui considerados. É possível observar que os três segmentos trabalham com maior liquidez nos dois primeiros anos do período e que este indicador passa a se situar em patamares menores nos anos posteriores e voltando a crescer a partir de 2010 para os segmentos metalúrgico e de celulose e papel. Chama atenção também o fato da indústria química apresentar o índice de liquidez geral muito mais elevado que os

outros dois setores em 1999 e 2000 e abaixo no restante do período, principalmente nos últimos anos. Outro ponto a se destacar é que na maior parte dos anos este indicador situa-se abaixo de um para os três setores, o que indica que, no longo prazo, as empresas operam em situação de baixa liquidez.

Nos gráficos 73, 74 e 75 são apresentadas as proporções dos tipos de ativo no ativo total. Percebe-se que a participação do imobilizado é maior no setor de celulose e papel, situando-se a maior parte do período entre 50% e 60%, mas caindo para abaixo deste valor a partir de 2010, enquanto a participação do ativo circulante se mantém estável por volta de 30%. No setor químico, essa proporção situa-se na maior parte do período em torno de 40%, com representatividade semelhante à do ativo circulante. A partir de 2010, o efeito observado é o oposto daquele do ramo de celulose e papel, com a participação do imobilizado ultrapassando os 50% e se distanciando da proporção do ativo circulante.

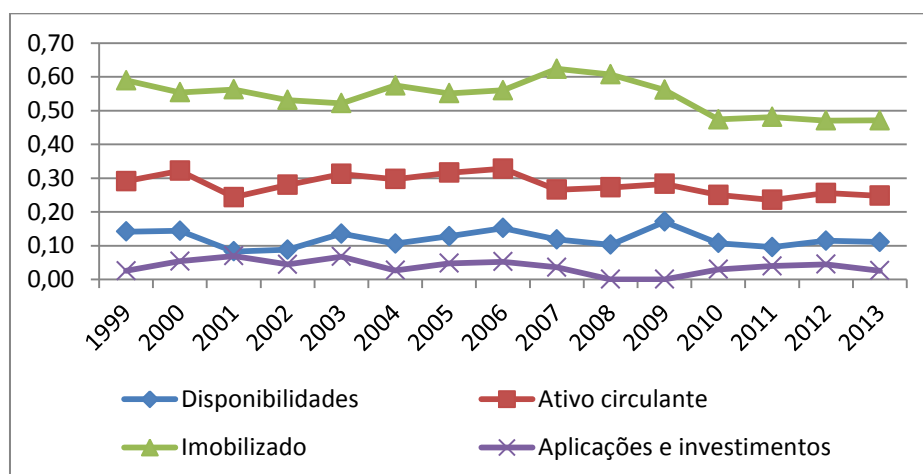
Gráfico 72 – Liquidez geral – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos –1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economatica.

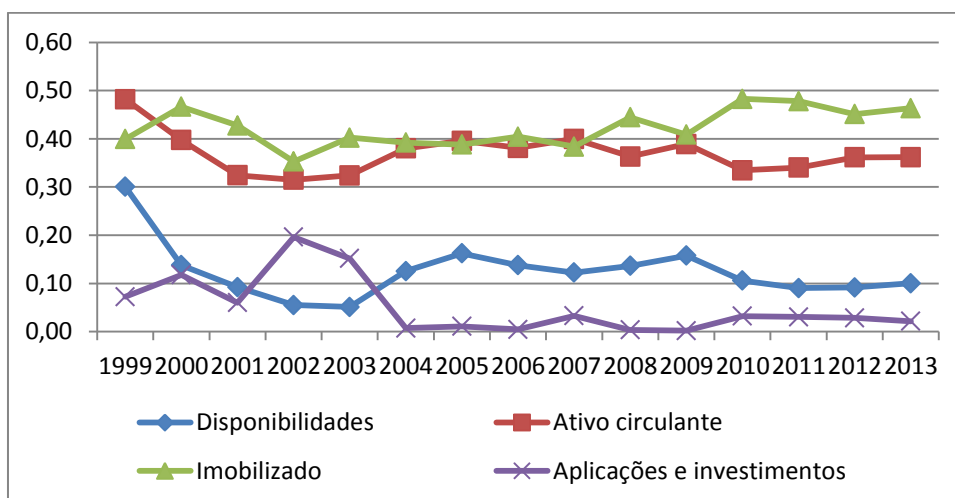
No setor metalúrgico há uma trajetória de queda da participação do imobilizado (de 60% para 48%) e de aumento da proporção do ativo circulante (de 26% para 42%) entre 1999 e 2004. Os dois tipos passam então a ter participações semelhantes dentro do ativo total, sendo o ano de 2008 uma exceção, com o circulante superando o imobilizado. Analisando todo o período, nota-se que, apesar dos maiores valores em termos de aquisição líquida de imobilizado, a proporção de tais ativos continua decrescente, chegando a 36% em 2013.

Gráfico 73 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto de celulose e papel – 1999 a 2013.



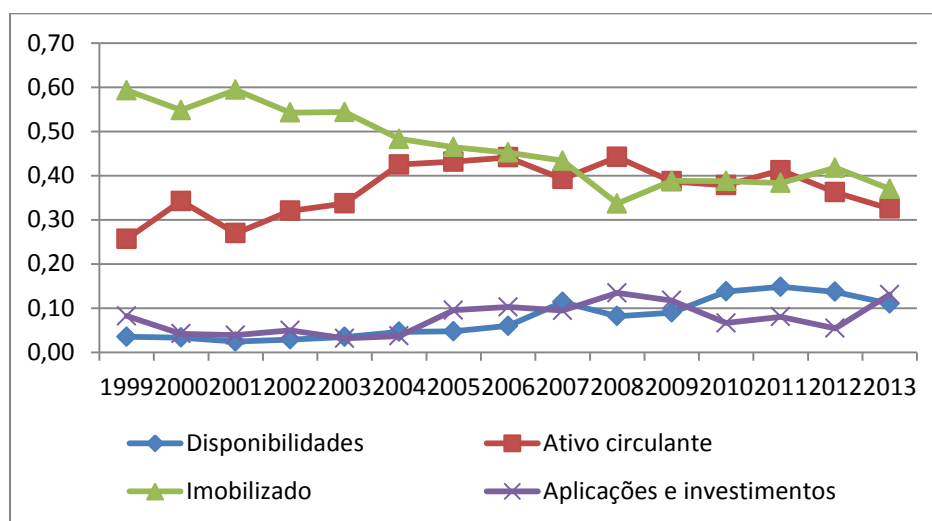
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 74 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto do setor químico – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 75 – Tipos de ativos: participação no ativo total – Empresas de capital aberto do setor metalúrgico – 1999 a 2013.



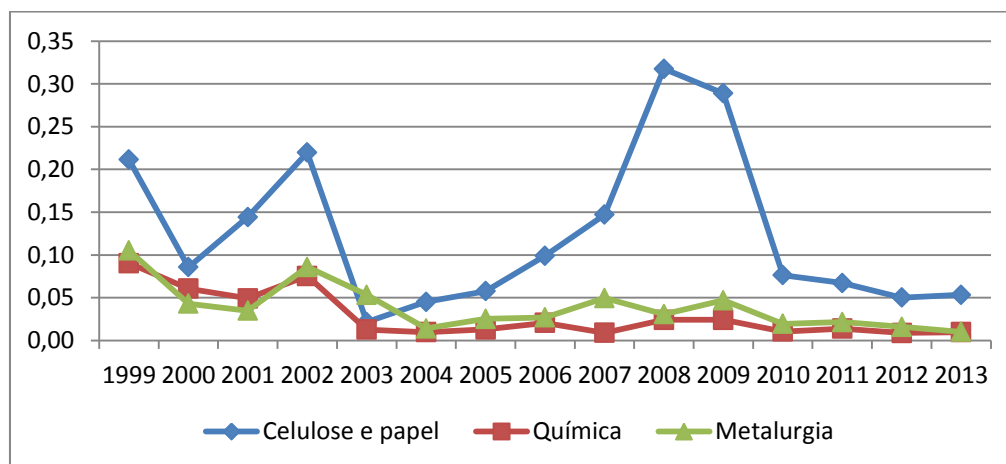
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

A participação das formas alternativas de valorização, aplicações financeiras e investimentos em subsidiárias e coligadas, temos em celulose e papel uma proporção muito pequena de tais ativos durante todo o período, chegando no máximo a 7% e fechando em 2013 em 3%. A proporção das disponibilidades, forma mais líquida de manutenção do patrimônio, permanece estável na faixa de 10%, com exceção de um aumento em 2009, ano de impacto agudo da crise internacional no Brasil.

Nas empresas do ramo químico, as formas alternativas de valorização chegaram a representar 20% do total do ativo em 2002, mas passam a ter representatividade muito pequena, de no máximo 3%, a partir de 2004, enquanto a participação das disponibilidades também é menor em relação ao início do período. Já no setor metalúrgico acontece o contrário, com aumento das participações das formas alternativas e das disponibilidades, com ambas as categorias terminando o período com representatividade acima de 10% do ativo total.

Sobre a participação das receitas financeiras no total das receitas (Gráfico 76), percebe-se que as trajetórias apresentadas pelos segmentos metalúrgico e químico são muito semelhantes, com queda dessa participação de cerca de 10% em 1999 para apenas 1% em 2013. Já no setor de celulose e papel, esta é significativamente maior e mais oscilante, chegando à faixa dos 30% em 2008 e 2009 e terminando o período em 5%. Os anos de ápice coincidem com o período em que algumas empresas do setor, em especial a Aracruz, atuaram fortemente no mercado de derivativos.

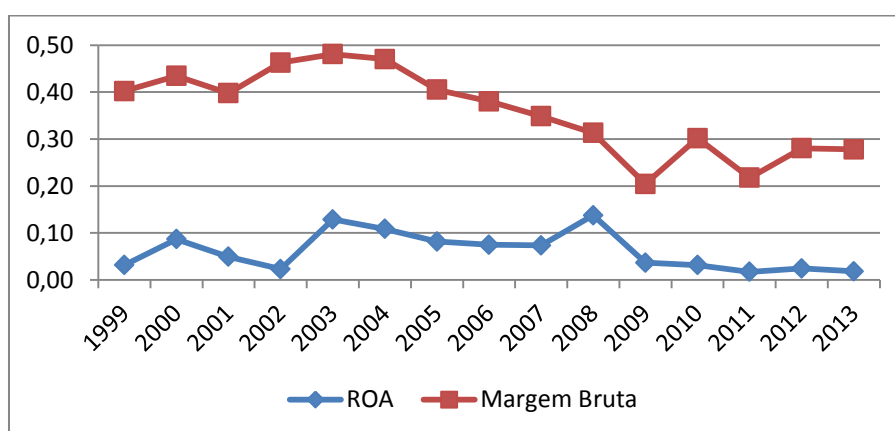
Gráfico 76 – Participação das receitas financeiras – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Económica.

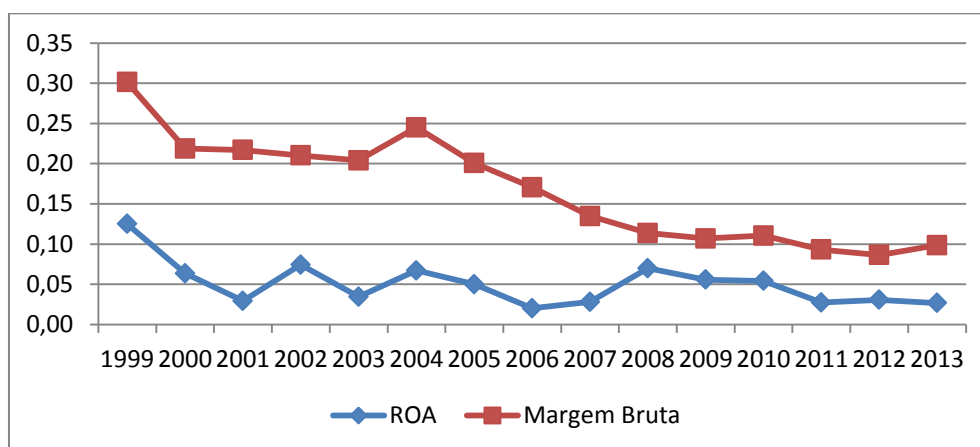
No tocante à rentabilidade apresentada pelas empresas de celulose e papel (Gráfico 77), observa-se que a taxa de retorno sobre o ativo (ROA) atinge seus maiores valores entre 2003 e 2008, sendo este o ano de ápice (14%). De 2009 em diante, esse valor cai bastante, chegando a apenas 2% em 2013. O mesmo movimento é observado no setor metalúrgico. Já no ramo químico, há uma trajetória decrescente de 2004 a 2006, alta em 2008 e nova trajetória descendente a partir de então, fechando o período em 3%.

Gráfico 77 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto de celulose e papel – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Económica.

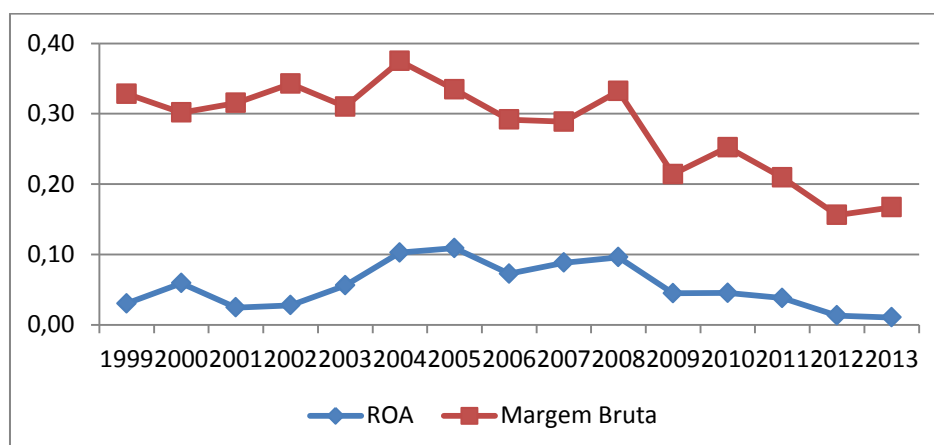
Gráfico 78 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto do setor químico – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

O comportamento das margens brutas de lucro é bastante semelhante nos três setores, indicado trajetórias decrescente ao longo do período, em especial após 2005. No setor químico, esse fenômeno é mais acentuado a partir de 2009.

Gráfico 79 – Rentabilidade do ativo e margem bruta – Empresas de capital aberto do setor metalúrgico – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

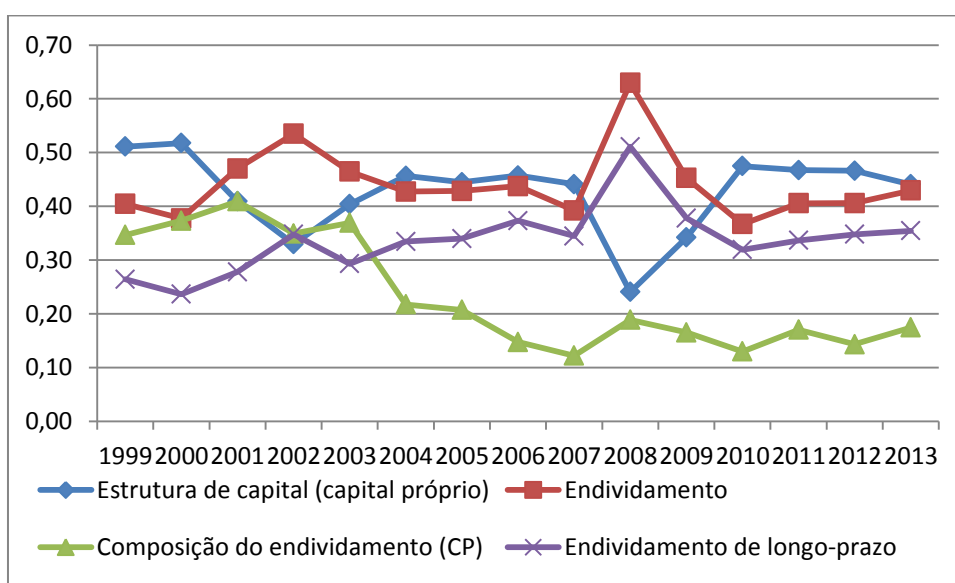
Apesar dos movimentos observados serem semelhantes, a magnitude desses índices difere bastante entre os setores. No início do período, as empresas de celulose e papel chegaram a apresentar a margem bruta de quase 50% e, mesmo com a queda, este valor é de 28% em 2013. No ramo químico o valor mais elevado, que acontece em 1999, é de 30% e em 2013 chegou a 10%. Já o setor metalúrgico atinge o ápice de 37% em 2004 e fecha o período

com 17%. Isso indica, de certo modo, perda de poder de mercado nos três setores, sendo as empresas do ramo químico, em média, relativamente menos fortes dentro de seu setor.

Com relação à estrutura de capital e financiamento das empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos (Gráficos 80, 81 e 82), uma tendência que ocorre em todos os setores é a de queda do endividamento de curto prazo em relação ao endividamento total, como já fora observado também nos outros setores analisados neste trabalho. Nos três setores, essa proporção, que no início do período era de cerca de 40%, termina 2013 próxima de 10%.

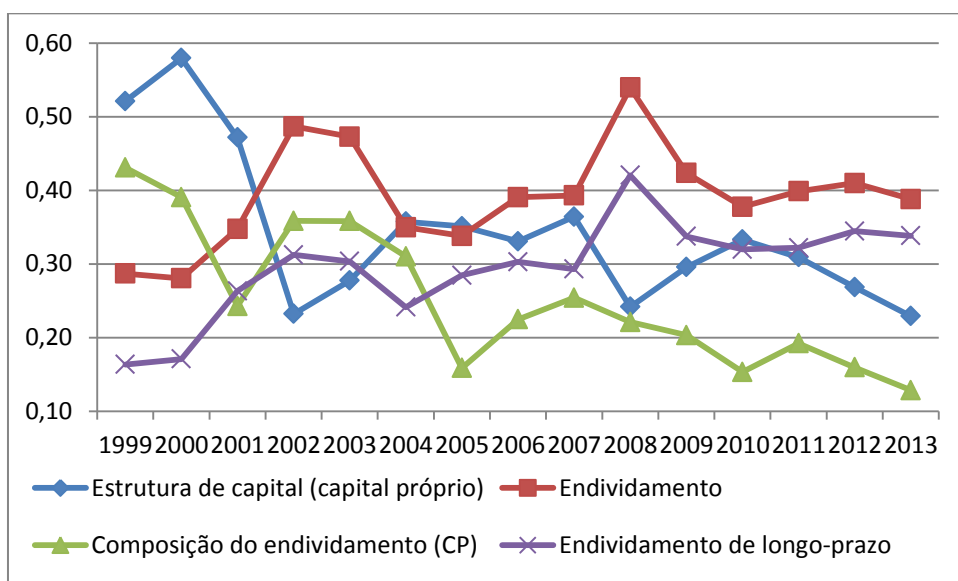
Outro ponto em comum é o crescimento, embora em proporções diferentes entre os setores, dos empréstimos de longo prazo entre as fontes de financiamento. Os três segmentos partem de pontos distintos quanto a esse indicador, mas fecham 2013 ao redor de 35%. Quanto ao endividamento total, no setor de celulose e papel este indicador está no mesmo patamar entre o início e o final do período, porém com algumas oscilações como uma relevante alta em 2008, que se deveu a um maior endividamento de longo prazo. Essa alta em 2008 também é observada no setor químico, quando essa proporção passa dos 50%, antes de fechar o período na faixa dos 40%, dez pontos percentuais acima de 1999. No ramo metalúrgico este indicador é de 40% tanto no início quanto no final do período, com um crescimento nos primeiros anos, chegando a 47% em 2002, queda no período seguinte, até 29% em 2009 e novo crescimento nos últimos anos.

Gráfico 80 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto de celulose e papel – 1999 a 2013.



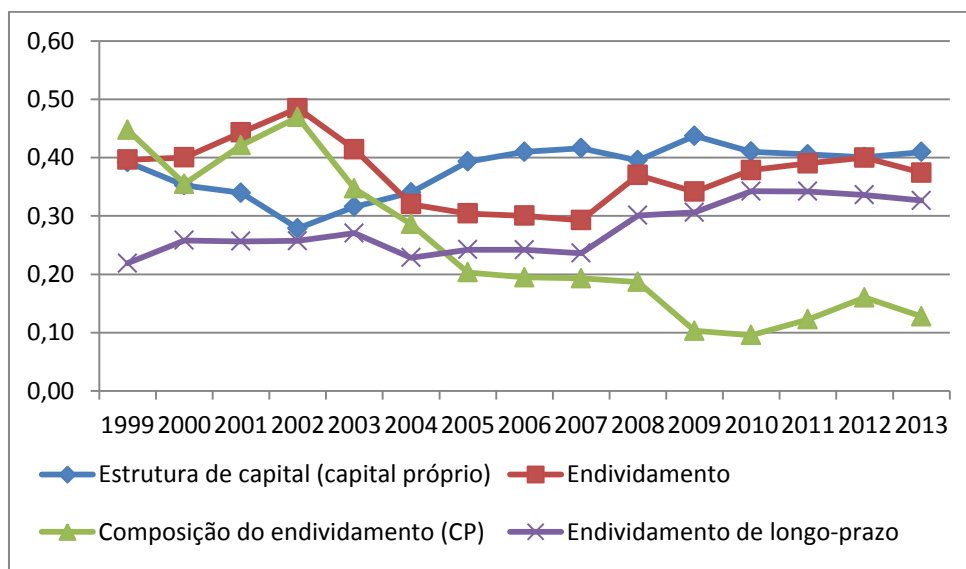
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Gráfico 81 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto do setor químico – 1999 a 2013.



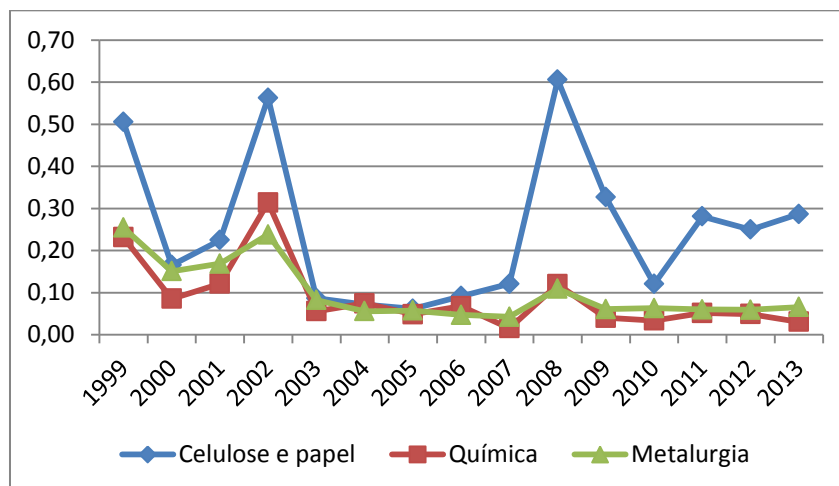
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Económica.

Gráfico 82 – Estrutura de capital e endividamento – Empresas de capital aberto do setor metalúrgico – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Económica.

Gráfico 83 – Participação das despesas financeiras – Empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – 1999 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economatica.

Sobre a estrutura de capital, observa-se que a mudança mais relevante acontece no setor químico, que chegou em 2000 a ter 58% de capital próprio entre suas fontes de financiamento e termina o período com 23% em 2013.

Sobre as despesas financeiras e seu peso na receita líquida (Gráfico 83), as trajetórias são bastante semelhantes, embora os períodos de alta sejam muito mais significativos para celulose e papel. Há nos três setores uma queda de patamar entre 2002 e 2003. Outro ponto em comum é um crescimento da participação de tais despesas no ano de 2008, fenômeno que é mais forte no setor de celulose e papel, chegando a 60%. Após oscilações nos anos seguintes, há nos três últimos anos do período uma estabilização, porém em patamares distintos, com papel e celulose apresentando ainda cerca de 30% de suas receitas comprometidas com as despesas financeiras.

Os reflexos desses movimentos são observados na Tabela 6, que descreve a postura e fragilidade financeira das empresas desses segmentos. Nota-se que, a exemplo dos demais setores já analisados, há uma concentração maior de empresas em situação ponzi no início e no final do período, mostrando maior fragilidade em contextos de instabilidade da economia brasileira.

Tabela 6 – Postura e fragilidade financeira das empresas de capital aberto da indústria de insumos básicos – número de empresas em cada postura – 1999 a 2013.

	Celulose e papel			Química			Metalurgia		
	Hedge	Especulativa	Ponzi	Hedge	Especulativa	Ponzi	Hedge	Especulativa	Ponzi
1999	0	0	4	1	2	1	6	0	11
2000	2	2	0	2	1	2	7	3	7
2001	0	2	2	3	0	2	8	1	8
2002	0	0	4	1	1	3	8	1	8
2003	2	2	0	3	1	1	11	1	5
2004	2	2	0	4	1	0	12	2	3
2005	1	3	0	3	1	1	13	2	2
2006	1	3	1	2	1	2	13	1	3
2007	3	0	2	1	3	1	12	1	4
2008	0	0	5	1	1	3	8	4	4
2009	1	1	2	0	2	3	3	9	4
2010	0	3	1	1	2	2	7	7	1
2011	0	1	3	0	1	4	5	6	4
2012	0	2	2	0	2	3	2	3	9
2013	0	2	2	2	2	0	3	6	4

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Em suma, ao longo de quase todo o período é o setor metalúrgico quem apresenta maiores gastos com ativo imobilizado sem, contudo, ter os maiores índices de aquisição líquida, com exceção de 2009 a 2012. Nos três setores ainda há uma participação grande do imobilizado dentro do ativo total, embora esta seja decrescente no ramo metalúrgico e em celulose e papel, se aproximando da proporção do ativo circulante. Nota-se também que após a crise de 2008 os setores passaram a apresentar em todos os anos postura especulativa ou *ponzi*, com grande recorrência da última. Especialmente em celulose e papel há um crescimento muito grande das despesas financeiras em 2008, resultado não só de um período de elevados investimentos, mas também de especulações realizadas nos mercados de derivativos (Bacic et al, 2010).

3.3 Considerações a respeito dos investimentos da indústria brasileira no período 1999-2013

Após a análise dos dados realizada neste capítulo, é possível se chegar a algumas conclusões a respeito das decisões de investimento das empresas industriais brasileiras no período analisado. Em primeiro lugar, no que se refere à questão metodológica, os dados da

PIA e da Economática se mostraram complementares, sendo a primeira base de dados importante para se ter uma ideia melhor a respeito da totalidade dos setores e a segunda para uma análise mais detalhada sobre rentabilidade, escolha de ativos e financiamento de um painel de empresas.

Em segundo lugar, pode-se dizer que uma análise apenas do investimento agregado é insuficiente. Os dados setoriais da PIA mostraram que os movimentos observados dos gastos com aquisição de imobilizado não foram uniformes entre os setores e que foram basicamente três segmentos (petróleo, alimentos e bebidas e extração de minério de ferro) que puxaram as inversões, em especial no pós-crise. Esses três setores possuem enorme peso na indústria brasileira e acabam por exercer grande influência nos valores totais observados.

Soma-se a isso o fato de que dois desses segmentos são dominados cada um por uma grande empresa, quem vêm a ser Vale e Petrobrás. Quando observados os movimentos do total das 74 empresas do painel, percebe-se que estes são muito influenciados por essas duas empresas, dando a entender uma tendência que por vezes não é geral. Um exemplo disso aparece no indicador de imobilização da receita líquida, que Vale e Petrobrás chegam a 40% e nos demais setores, salvo exceções como celulose e papel, dificilmente se passa de 10%.

Nesse sentido, a tabela apresentada no Anexo 5 mostra, para cada um dos anos do período selecionados, a porcentagem dos investimentos realizados por cada uma das empresas que mais praticaram inversões. Percebe-se que Petrobrás e Vale respondem, conjuntamente, por mais de 70% da média dos investimentos das empresas do painel entre 1999 e 2013. Além disso, outro fato relevante está no protagonismo assumido pela Petrobrás no pós-crise de 2008, quando a petroleira passa a responder por 60% dos gastos com imobilizado dentre as empresas selecionadas. Atenta-se também que, excetuando-se as 13 mais representativas, a participação das outras 61 vai se reduzindo ao longo do período, chegando a menos de 3% do total em 2013.

Outro indicador no qual o comportamento dessas duas empresas impacta fortemente o total do painel é o de aquisição líquida de imobilizado. Este indicador chega a quase 20% em 2007 e 2008 e situa-se ao longo de toda a série em valores positivos e desde 2002 acima de 10% em todos os anos. Contudo, nos demais setores valores acima de 10% são incomuns, a não ser em alguns anos esporádicos. Além disso, valores negativos, indicando que as aquisições foram insuficientes para repor vendas de imobilizado e depreciação, aparecem inclusive no setor de alimentos e bebidas, responsável por boa parte dos gastos dessa natureza.

Essa observação vai ao encontro da conclusão sugerida por Rocha (2014), que indicam que boa parte dos investimentos realizados na economia brasileira nos anos 2000 se focaram na modernização da tecnologia de produção e na aquisição de maquinário mais eficiente e menos empenhado na ampliação da produção.

As conclusões aqui apontadas também seguem a mesma direção do estudo de Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos (2014), que apontaram um dinamismo mais baixo dos investimentos da indústria de transformação e destacam infraestrutura e setores ligados a recursos naturais como protagonistas da expansão dos investimentos. Vale e Petrobrás de enquadram nessa categoria.

Também chama atenção, com relação à montagem dos portfólios de ativos das empresas, o comportamento distinto da Vale e da Petrobrás em relação aos outros setores, o que também resulta em uma observação distorcida se analisarmos somente a média da indústria. No total do painel aparece um distanciamento entre a participação do imobilizado no ativo total e a do ativo circulante com crescimento da primeira categoria e queda da segunda. Esse comportamento é observado em Vale e Petrobrás, mas em praticamente nenhum outro setor. Na maior parte dos setores a proporção do circulante supera a do imobilizado e essa diferença vem crescendo. A exceção fica por conta da indústria de insumos básicos, que ainda possui maior densidade de imobilização, porém de forma decrescente para os setores metalúrgico e de celulose e papel.

Ainda no tocante aos portfólios, é importante ressaltar que, apesar da elevada participação do ativo circulante no ativo total da maioria das empresas, a proporção ocupada por ativos financeiros de curto prazo é relativamente pequena. Isso leva à conclusão de que boa parte dos ativos das empresas do painel não são destinados propriamente à busca por valorização, mas sim dizem respeito a atividades cotidianas da empresa, como exemplo pagamentos a receber de clientes por vendas realizadas a prazo.

Com a notável participação da Petrobrás nos investimentos, em especial após 2006, e sua influência sobre a indústria brasileira, convém apresentar algumas informações relevantes. Com base nas informações extraídas dos relatórios anuais da Petrobrás, boa parte dos investimentos realizados se deveu ao conhecimento das camadas do pré-sal. Em 2008, 49,1% dos investimentos realizados pela Petrobrás (que totalizaram R\$ 53,3 bilhões no referido ano) foi destinado à exploração e produção de petróleo, área na qual se encaixam os gastos para conhecimento das camadas do pré-sal. Na área de abastecimento, que recebeu 22,5% dos investimentos, há a menção a gastos para o atendimento dos padrões de qualidade.

No relatório referente ao ano de 2009 também há menção a gastos com aprimoramento da qualidade dos produtos na área de abastecimento. Para os anos de 2011 e 2012, mais uma vez na área de exploração e produção, é mencionado o termo “estrutura tecnológica” na descrição dos gastos. Em todos os relatórios aparecem gastos com projetos, especialmente no que se refere ao pré-sal. Isso explica, em parte, por que a empresa acelerou seus investimentos em um período no qual a economia brasileira já não crescia tanto e marcado por grande instabilidade econômica tanto interna quanto externa. Tais investimentos não se deveram a um cálculo baseado em expectativas futuras de demanda e sim foram impulsionados pelas descobertas de reservas do pré-sal. Vale ressaltar também um contexto favorável de preços de commodities elevados, que aumentou não apenas o fluxo de caixa, mas também o valor de mercado da empresa, que por sua vez aumentou sua capacidade de endividamento. Esse argumento é aplicável também para a Vale e demais setores ligados a commodities.

Quanto à rentabilidade e à lucratividade, um ponto em comum foi uma queda nos últimos anos do período. Considerando a relevância que ainda possui o capital próprio nas fontes de financiamento, este pode ser um indicativo de queda do investimento nos anos seguintes por dois canais. O primeiro seria a formação de piores expectativas com relação à rentabilidade e o segundo a dificuldade de autofinanciamento. Essa dificuldade pode ser observada nos indicadores de margem bruta, que mostraram maiores dificuldade das empresas em colocar suas receitas acima dos custos. De acordo com Almeida e Novais (2012), essa queda da lucratividade é explicada não por uma queda das receitas, mas sim por um aumento dos custos diretos de produção (custo da mercadoria vendida).

Sobre o financiamento, o que se pode afirmar de mais geral é uma queda relevante dos empréstimos de curto prazo e um crescimento do financiamento de longo prazo, com a política expansiva do BNDES, no total das fontes de recursos. Apesar dessa ser uma tendência, não foi uniforme em todos os setores. Os segmentos de máquinas e equipamentos, materiais de transporte e têxtil e calçados ainda possuem grande importância dos empréstimos de curto prazo em sua estrutura de financiamento. Em máquinas e equipamentos e têxtil e calçados, esse tipo de empréstimo ainda é predominante em relação aos de longo prazo. Os referidos setores são exatamente aqueles em que a concentração do pessoal ocupado nas maiores empresas é menor, indicando menor porte médio das firmas. Isso indica possivelmente uma menor penetrabilidade dos financiamentos do BNDES em empresas de porte não tão grande.

A preponderância do BNDES no financiamento de longo prazo já foi alvo de diversas pesquisas. Carneiro et al (2009) realizaram um estudo sobre a indústria financeira no Brasil e o papel dos bancos públicos. Logo na introdução é enfatizado o papel das instituições financeiras públicas especialmente no financiamento de longo prazo (BNDES) e em setores específicos de alto risco ou baixo retorno, como habitação (CEF) e crédito rural (Banco do Brasil). O estudo aponta uma razão importante para o não desenvolvimento de um sistema privado nesse ponto que vem da ausência de demanda significativa por fundos em virtude de condições macroeconômicas desfavoráveis à realização de investimentos (mesmo com a estabilidade inflacionária, a instabilidade macroeconômica ainda era visível através das altas taxas de juros) por cerca de 25 anos, desde a crise da dívida até meados dos anos 2000.

Sobre o padrão de financiamento das grandes empresas, o estudo chega à conclusão de que é destacada a importância do autofinanciamento, mesmo no ciclo expansivo do investimento entre 2006 e 2008. Em segundo lugar vêm os empréstimos do BNDES e, muito abaixo, o endividamento bancário e não bancário, oriundo do mercado internacional.

Com relação ao crédito bancário, o estudo de Carneiro et al (2009) aponta a existência de uma clara “divisão do trabalho” na qual os bancos privados concentram suas operações no curto prazo e os bancos públicos (essencialmente BNDES) ficam com o financiamento de longo prazo. O fato dos bancos privados não constituírem *funding*, de acordo com os autores do estudo, reflete o alto grau de instabilidade macroeconômica e a política utilizada para enfrenta-la (centrada nos juros de curto prazo elevados).

Sobre o mercado de capitais, o estudo capta que o mercado de ações, apesar de ter crescido nos últimos anos, ainda é altamente especulativo e, portanto, volátil, especialmente pelo aumento da participação do capital estrangeiro pós-abertura e estabilização inflacionária. Nos últimos anos a volatilidade vem se reduzindo (pelo menos antes da crise) e as emissões primárias vêm aumentando, mostrando que mais empresas buscam nas ações uma fonte de financiamento. Isso acontece muito por conta da redução da taxa de juros, que leva os investidores a buscar outras formas de obtenção de ganhos. Quanto aos títulos de dívida, há também alguns avanços relevantes, especialmente com a queda da taxa Selic. No entanto, os títulos privados encontram concorrência nos títulos públicos que ainda apresentam remuneração elevada.

Com a conclusão que o estudo de Carneiro et al (2009) chega sobre a importância do autofinanciamento, corroborada nesta tese, entende-se a realidade brasileira um pouco diferente das categorias descritas por Zysman e discutidas no Capítulo 1. Percebe-se tanto o

mercado de capitais quanto o financiamento privado como débeis, restando um papel relevante do BNDES sem que, contudo, este seja igualmente importante para todos os setores, sendo o autofinanciamento a principal fonte de recursos de longo prazo para setores como têxtil e calçados e máquinas e equipamentos.

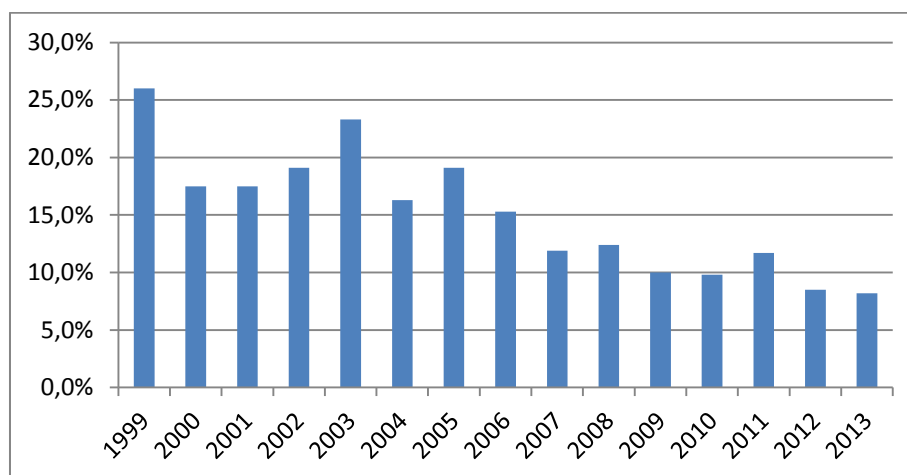
No tocante às posturas financeiras, seguindo a tipologia de Minsky, é notável que após a crise de 2008 a fragilidade financeira das empresas aumentou de forma relevante, com a predominância de situações especulativas e *ponzi* em praticamente todos os setores. As exceções a esse comportamento são, novamente, Vale e Petrobrás, que passam a apresentar postura especulativa apenas nos dois últimos anos do período, sendo *hedge* em quase todos os anos anteriores. Considerando o total do painel, este fato acabou novamente distorcendo o resultado final, mostrando, na média, uma situação melhor do que a enfrentada pela maioria das empresas. Nota-se também que em alguns setores, destacadamente alimentos e bebidas e celulose e papel, as despesas financeiras sobem muito no ano de 2008, levando as empresas à situação *ponzi*. Esse ano coincide com o final de um ciclo expansivo de investimentos. Contudo, somente isso não explica tal movimento, dado que as empresas vinham substituindo crédito de curto prazo por de longo prazo, estes com juros menores provenientes do BNDES. Duas empresas em particular, Sadia e Aracruz, se notabilizaram por grandes perdas advindas de especulações realizadas nos mercados de derivativos. Essas firmas acabaram, em virtude de sua situação financeira, sendo compradas por Perdigão e VCP e dando origem a BRF e Fibrina, respectivamente (Ramos, 2014) Esses casos representam na prática o conceito marxista de centralização do capital.

Nesse sentido, Almeida e Novais (2012) apontam outro componente importante, além das transações com derivativos, que contribui para o crescimento das despesas financeiras em alguns períodos, como em 2008. Este fator seria a desvalorização cambial e seus impactos sobre as dívidas contraídas em moeda estrangeira.

Além dos casos mencionados de BRF e Fibrina, oriundas da fusão de empresas que já eram bastante relevantes em seus respectivos setores, foram observados diversos casos de aumento da concentração dos ativos em poucas empresas de cada segmento. Na indústria de alimentos e bebidas, além da BRF, tem-se o caso da Ambev, empresa dominante do setor, e um crescimento muito grande da JBS. Os dados relativos aos investimentos refletem, basicamente, essas três empresas, com destaque para os movimentos de expansão da JBS, em especial após a aquisição da Bertin S.A. em 2009. No ramo químico, a Braskem é uma

empresa que também ganha participação ao longo do período, chegando a representar três quartos dos ativos das empresas de capital aberto do setor químico.

Gráfico 84 – Taxa Selic – média anual – 1999 a 2013.



Fonte: Banco Central do Brasil apud Ipeadata

Por fim, convém realizar um paralelo entre os investimentos realizados e a taxa básica de juros de curto prazo da economia brasileira, a taxa Selic. O Gráfico 84 mostra a evolução da média anual da taxa Selic e deixa evidente é no primeiro quinquênio que essa taxa se situou em patamares mais elevados entre 1999 e 2013. Mesmo a taxa de juros sendo um importante determinante do investimento em diversos modelos já construídos e com forte respaldo teórico, alguns setores (têxtil e calçados, material aeronáutico, químico e automotivo) apresentaram seus maiores gastos com aquisição de ativo imobilizado exatamente neste período. Maior destaque nesse aspecto teve o setor automotivo, dominado por empresas transnacionais e que recebeu diversos incentivos como medida anticíclica no pós-crise e, mesmo com tais incentivos e com juros baixos não investiu tanto quanto no primeiro quinquênio. De certo modo, isso é um indicativo de que para as grandes transnacionais a lógica por trás dos investimentos não está em fatores internos, e sim em decisões referentes às cadeias globais de valor. Nota-se também que o setor têxtil e de calçados, no qual os empréstimos de curto prazo ainda são bastante relevantes na estrutura de financiamento, também realizou seus maiores gastos com imobilizado exatamente no período de maiores juros.

Entende-se que a taxa de juros de curto prazo, seguindo Kalecki, não impacta de forma relevante o investimento pelo lado de seu financiamento na realidade brasileira, com participação ativa do BNDES na oferta de crédito de longo prazo a juros mais baixos. Outra

maneira que esta poderia afetar os investimentos seria através da oferta de retornos mais altos e com maior liquidez em detrimento dos ativos fixos. Nota-se que, ao contrário do que poderia ser esperado, a proporção dos ativos financeiros bem como das receitas financeiras não é tão elevada.

Portanto, o investimento aparece como uma variável extremamente importante e complexa, sendo este exatamente o motivo pelo qual sua compreensão não deve ser relegada apenas ao contexto macroeconômico. Além dessas diferenças setoriais, mostra-se relevante a análise do acréscimo líquido de ativo imobilizado ao estoque de capital, indicador que tem sua importância para mostrar a parcela do investimento destinada à reposição ou modernização do parque produtivo existente. Com a exceção de Petrobrás e Vale, a aquisição líquida das demais empresas foi relativamente baixa, mostrando que os gastos realizados acabam não se refletindo em real ampliação de capacidade produtiva e potencial de geração de postos de trabalho, se afastando da relação trabalhada por Keynes entre investimento e emprego.

O cenário ao final do período analisado é pouco otimista. De acordo com Almeida e Novais (2012) e Rocha (2014), a queda das margens de lucro aliada a uma conjuntura externa conturbada e instabilidade interna que aumentam o grau de incerteza se constituem em fatores desestimulantes do investimento. Apesar de alguns setores terem expandido seus gastos com imobilizado após 2009, nota-se uma postura mais conservadora por parte das empresas através de um aumento do patamar do índice de liquidez geral a partir de 2010 em relação aos anos anteriores, fato generalizado entre os setores aqui analisados. Isso pode ser um indicativo de maior preferência por liquidez por parte das empresas e uma baixa propensão a imobilizar capital. A própria queda das margens de lucro, em uma economia na qual o autofinanciamento é tão relevante, é outro problema que deve acarretar em queda do nível de investimento, tomando como referência a abordagem de Adrian Wood.

Além disso, a dependência que se tem em relação à Petrobrás pode comprometer a dinâmica futura em um cenário no qual a empresa está recentemente envolvida em investigações de corrupção.

Conclusão

Reconhecendo a importância do investimento, algumas observações realizadas ao longo da tese devem ser retomadas, de maneira sintética, a título de conclusão. Em primeiro lugar, a referida importância do investimento pode ser entendida a partir de dois prismas.

O primeiro diz respeito às transformações produtivas e estruturais que dele decorrem. Marx atentou para as constantes buscas por ganhos de produtividade através da modernização do maquinário e das técnicas de produção, a fim de aumentar o potencial de extração de lucros através do trabalho. Schumpeter, ao ressaltar o papel das inovações e da concorrência, percebeu a importância dos investimentos para o processo de desenvolvimento econômico através da destruição criadora, resultando em uma mudança na estrutura produtiva da economia.

O segundo prisma, alicerçado fundamentalmente em Keynes e Kalecki, se refere à relevância do investimento para a dinâmica econômica, sendo uma variável de gasto autônoma e com potencial para gerar, direta e indiretamente, emprego e renda dentro da economia.

Dada sua importância, diversos autores trataram de buscar entender como é tomada a decisão de investir. Dentre estes se destaca a visão de Minsky, utilizada como referência principal neste trabalho. O autor em questão segue Keynes ao entender que os empresários buscam valorização de sua riqueza e que para isso tomam decisões quanto à alocação de ativos em um portfólio, levando em conta atributos como retorno, custo de manutenção e liquidez. O que Minsky acrescenta diz respeito à decisão de como financiar a aquisição de tais ativos, dentre os quais estão os bens de capital, que pode ocorrer via recursos próprio ou de terceiros. Ou seja, ao se planejar o investimento deve-se levar em conta que os fluxos de caixa esperados dessa operação devem ser suficientes para fazer frente às obrigações financeiras assumidas.

Tendo como referência essa abordagem teórica, pode-se entender como se dão as decisões de portfólio no capitalismo contemporâneo. A facilidade de ganhos sem sair da esfera financeira, a globalização da produção e do consumo e a acirrada concorrência entre grandes grupos oligopolistas acabam resultando em novas configurações para o investimento, como uma separação espacial entre a realização destes e a apropriação dos lucros e a predominância de fusões e aquisições, reforçando a centralização do capital.

Faz-se necessário, então, entender a realidade brasileira nesse contexto. Desde o início dos anos 1980, com o fim do projeto nacional-desenvolvimentista, o Brasil observou um decréscimo em sua taxa de investimento e, por consequência, menor dinamismo econômico e potencial de geração de empregos. Entretanto, nos anos 2000, mais precisamente após 2004 e antes da crise internacional que emergiu no final de 2008, houve um período positivo para a indústria brasileira e um crescimento do investimento como não se viu nos 25 anos anteriores.

O principal objetivo deste trabalho foi qualificar esse investimento através de um recorte setorial, para que se pudessem compreender algumas de suas especificidades, algo que é mais difícil de ser observado em uma abordagem puramente macroeconômica das inversões.

Os principais resultados são discutidos na última seção do Capítulo 3, mas cabe ressaltar a observada importância da Vale e, especialmente, da Petrobrás no investimento industrial na economia brasileira. Além da magnitude de seus gastos, essas duas empresas apresentaram índices de aquisição líquida de ativo imobilizado significativamente maiores que as demais firmas analisadas, mostrando que foram as responsáveis pela efetiva ampliação da capacidade produtiva e potencial de geração de empregos. Isso indica que não é possível afirmar que houve uma alteração generalizada no sistema empresarial em direção a maiores investimentos em expansão da capacidade, a despeito do cenário de maior crescimento relativo. Isso reforça um caráter que vem desde os anos 1980, marcado por uma dificuldade do setor privado brasileiro em imobilizar capital e utilizá-lo em nova capacidade. Explicita-se, assim um aspecto do comportamento empresarial que problematiza o conjunto de políticas indutoras do crescimento. Mesmo em contexto de maior expansão de demanda, expectativas positivas e fortes políticas de incentivos, o investimento privado responde de maneira débil. A análise da formação bruta de capital fixo e seu crescimento nos anos 2000 de certa maneira não permite ver essa postura de maneira adequada.

Pelo lado do financiamento percebeu-se a grande importância das finanças internas às firmas. Apesar do crescimento da participação do BNDES no crédito de longo prazo, isso não se deu de forma homogênea entre os setores, sendo menos relevante nos setores formados por empresas líderes de menor porte. Assim, com as margens de lucro em queda, os investimentos são afetados negativamente de duas maneiras. A primeira pela piora das expectativas quanto à rentabilidade de novos projetos. A segunda pela deterioração de uma fonte importante de recursos para financiamento que são os lucros acumulados.

Há outros três aspectos que se mostram preocupantes. O primeiro deles diz respeito a um cenário econômico desfavorável tanto interna quanto externamente. Vivenciamos um momento de baixo crescimento da economia global, em especial da Zona do Euro. Mesmo a China, que ainda cresce, vem desacelerando seu nível de atividade. Internamente, já se observava uma desaceleração do crescimento econômico desde 2011 e que foi agravada em 2014 e 2015 e sem perspectivas de melhora no curto prazo.

O segundo aspecto se refere à forte concorrência com importações em um momento de desaceleração da economia global. Como os produtos chineses são fabricados a custos mais baixos, acabam sendo muito mais competitivos que os brasileiros tanto no mercado externo quanto no interno em muitos setores. Muitas empresas industriais brasileiras, inclusive, aumentam suas receitas advindas de revenda de mercadorias em relação às vendas dos produtos por elas fabricados. Relacionando esse fenômeno com as discussões realizadas no Capítulo 1 a respeito das configurações da concorrência global no capitalismo contemporâneo, temos que o cenário de baixo investimento de longo prazo torna as condições de competição das empresas brasileiras ainda mais frágeis.

O terceiro ponto diz respeito à reversão da situação da Vale e Petrobrás. A conjuntura de preços menos favoráveis com certeza dificulta tanto a acumulação interna para sustentar os investimentos como a obtenção de recursos de terceiros no mercado internacional. No caso da Petrobrás, os dados analisados nesta tese englobaram o período até 2013 e não incluem, portanto, a vigência da Operação Lava-Jato, que investiga denúncias de corrupção na referida empresa. Com o andamento das investigações e diversos executivos presos, os investimentos da Petrobrás, que mostraram nesta pesquisa possuir um peso enorme na indústria brasileira, perderam seu dinamismo.

Vemos, portanto, um cenário amplamente desfavorável ao investimento industrial no Brasil nos próximos anos. Seriam necessárias políticas públicas que o incentivassem, dada sua reconhecida importância. Isso se faz ainda mais importante no atual contexto, uma vez que para possibilitar a geração de empregos é necessário ter uma indústria competitiva e que consiga se expandir. Para tanto, a realização de investimentos é fundamental. Porém, uma questão fundamental e que merece maior aprofundamento é, dado a resistência crônica do sistema empresaria brasileiro em imobilizar capital observada nesta tese, quais políticas poderiam ser mais adequadas para induzir investimentos no Brasil.

Por fim, cabe ressaltar que não se pretende aqui encerrar qualquer discussão a respeito do comportamento dos investimentos no Brasil. O que se deseja é abrir espaço para

novos trabalhos que utilizem metodologia semelhante (e eventualmente a complementem), aplicável a outros setores ou períodos. Esperamos ter demonstrado a importância de uma análise desagregada dessa tão relevante variável econômica.

Referências bibliográficas

- ALMEIDA, Júlio Gomes de & NOVAIS, L. F. As grandes empresas no período recente: mudanças relevantes. Campinas: IE/Unicamp (Texto para Discussão), 2011.
- AMITRANO, Claudio Roberto. Regime de crescimento, restrição externa e financeirização: uma proposta de conciliação. Brasília: Ipea, 2011 (Texto para Discussão).
- ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro. São Paulo: Editora Atlas, 2010.
- BACIC, M. J. Fragilidade Financeira e Alavancagem: Uma Aplicação no Segmento das Maiores Empresas do Brasil: 1980-1987. Dissertação mestrado. IE, Unicamp, 1990.
- BACIC, M. J., SILVEIRA, R. L. & SOUZA, M. C. Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor. Revista del Instituto Internacional de Costos, 2010.
- BALTAR, P. E. A., KREIN, J. D., MORETTO, A. O emprego formal nos anos recentes. In: FAGNANI, E., POCHMANN M. (orgs.). Mercado de Trabalho, Relações Sindicais, Pobreza e Ajuste Fiscal. São Paulo: LTr, 2007.
- BARBOSA, N e SOUZA, J. A. A Inflexão do Governo Lula: Política Econômica, Crescimento e Distribuição de Renda. In: Sader, E. & Garcia M. A. (orgs) Brasil, entre o passado e o futuro. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo: Boitempo, 2010.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga & ALMEIDA, Júlio Gomes. Enriquecimento e produção – Keynes e a dupla natureza do capitalismo. In: Novos Estudos Cebap, n. 23, 1989.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga & ALMEIDA, Júlio Gomes. Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 2002.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. In: Economia e Sociedade. Campinas: IE/UNICAMP, nº 4, 1995
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: Tavares, M.C. e Fiori, J.M.. (Orgs.). Poder e dinheiro: uma política de globalização. Petrópolis: Editora Vozes, 1998.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, José Luís. Estados e moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Editora Vozes, 1999.
- BIELSCHOWSKY, R. et al. Evolução dos investimentos nas três frentes de expansão da economia brasileira na década de 2000. In: CALIXTRE, A. et al. Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro. Brasília: Ipea, 2014.

- BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: Tavares, M.C. e Fiori, J.M.. (Orgs.). Poder e dinheiro: uma política de globalização. Petrópolis: Editora Vozes, 1998.
- BRAGA, J. C. S. Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas, IE – UNICAMP, 2000.
- BRUNO, M. et al. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Brasília: Ipea, 2009 (Texto para Discussão).
- BRUNO, M.; SILVA, R. M. B., Desenvolvimento Econômico e Infraestrutura no Brasil: dois padrões recentes e suas implicações. *Análise e Propostas*, n. 38, p. 28. Dez., 2009.
- Cadastro Central de Empresas. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Vários períodos.
- CARDIM DE CARVALHO, F. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e política. Ed. Campus: Rio de Janeiro, 2001.
- CARDOSO, E. O investimento privado na América Latina. *Revista de Economia Política*, v. 12, n. 4 (48), out./dez. 1992.
- CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Ed. Unesp/IE-Unicamp, 2002.
- CARNEIRO, Ricardo de Medeiros, et al. Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil. In: Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Campinas: Fecamp, 2009.
- CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. Globalização produtiva e estratégias empresariais. Campinas: IE/Unicamp, 2007. (texto para discussão número 132).
- CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. Impasses do desenvolvimento brasileiro: a questão produtiva. Campinas: IE/Unicamp, 2008. (texto para discussão número 153).
- CHANDLER Jr., Alfred. Scale and Scope. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990.
- CHESNAIS, François. A mundialização do capital. São Paulo: Xamã, 1996.
- CHESNAIS, François. O Capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: Chesnais, François (org.). A Finança Mundializada. São Paulo: Boitempo, 2005.
- Contas Nacionais Trimestrais. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Vários períodos.
- COSTA PINTO, Eduardo. Bloco no Poder e Governo Lula: grupos econômicos, política econômica e novo eixo sino-americano. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2010 (Tese de doutorado).

- COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. “‘Financeirização’ da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas”. In: *Economia e Sociedade*. Campinas, n. 11, dezembro de 1998.
- CROTTY, J. & GOLDSTEIN, J. A Marxian-Keynesian Theory of Investment Demand: Empirical Evidence. In F. Moseley and E. Wolff, eds., International Perspectives on Profitability and Accumulation. Brookfield: Edward Elgar, 1992a.
- CROTTY, J. & GOLDSTEIN, J. The Investment Decision of the Post Keynesian Firm: A Suggested Microfoundation for Minsky’s Investment Instability Thesis. The Levy Institute working paper 79, 1992b.
- CROTTY, J. The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of Nonfinancial Corporations in the neoliberal era. PERI Working paper, n. 44, 2002.
- CROTTY, J. The neoliberal paradox: the impact of destructive market competition and “modern” financial markets on NFC performance in the neoliberal era. In: Epstein, G. *Financialization and the world economy*. Mass. USA: Edward Elgar, 2006.
- CRUZ, B. O.; TEIXEIRA, J. R. The impact of public investment on private investment in Brazil, 1947- 1990. *Cepal Review*. v. 67, p.75-84, abr. 1999.
- DAILAMI, M. Expectations, stock market volatility, and private investment behavior: theory and empirical evidence for Brazil. Washington, D.C.: World Bank, Country Economics Department, 1987.
- DAVIDSON, Paul. Finance, funding, saving and investment. *Journal of Post-keynesian Economics* Vol. 9 number 1, 1986.
- DEDECCA, Cláudio Salvadori. *Racionalização Econômica e Trabalho no Capitalismo Avançado*. Campinas: Unicamp/IE, 2005. (Tese de Livre Docência).
- DEMIR, Firat. Macroeconomic Uncertainty and Private Investment in Argentina, Mexico and Turkey. In *Applied Economics Letters* 16(6): 567-571, 2009^a
- DEMIR, Firat. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. In *Journal of Development Economics* 88(2): 314-324, 2009b.
- DEMIR, Firat. Capital market imperfections and financialization of real sector in emerging markets: private investment and cash flow relationship revisited. In *World Development* 37(5): 953-964, 2009c.
- ECONOMÁTICA. Base de dados. Vários anos.
- EINCHENGREEN, Barry. *A globalização do capital*. São Paulo: Editora 34, 2002.
- EPSTEIN, G. & JAYADEV, A. The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity. In: Epstein, G. *Financialization and the world economy*. Mass. USA: Edward Elgar, 2006.

- FEIJÓ, C. A; CARVALHO, P. G. M. de & RODRIGUEZ, M. S. Concentração industrial e produtividade do trabalho na Indústria de Transformação nos anos 90: evidências empíricas. In: Economia. Niterói: volume 4, 2003
- FEIJÓ, Carmem Aparecida. O investimento industrial no Brasil – 1990-2005: uma interpretação à luz da teoria do investimento Keynes-Minsky. In: SICSÚ, J. & VIDOTTO, C. (orgs.). Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- FRIEDMAN, M. A Teoria Quantitativa da Moeda: uma reafirmação. In: Carneiro, R., Os Clássicos da Economia, vol 2. Ed Ática, 1997.
- FURTADO, João. Mundialização, reestruturação e competitividade: a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas. In: Novos Estudos CEBRAP. São Paulo: número 53, 1999.
- GONZÁLES, E. & SANTOS, A. Uma Investigação Empírica Sobre os Determinantes do Investimento no Brasil (1995-2013). In: Anais do VII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, São Paulo, 2014.
- GUIMARÃES BRASIL, Haroldo. A empresa e a estratégia da terceirização. In: Revista de Administração de Empresas, número 33. São Paulo: 1993.
- GUTTMANN, Robert. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. In: Revista Novos Estudos Cebrap, n. 82, 2008.
- HARCOURT, G. C. & KENYON, Peter. Pricing and investment decision. *Kyklos* 29.3 (1976): 449-477.
- HARVEY, David. A condição pós-moderna. São Paulo: Edições Loyola, 1996 (6ª. Edição).
- HICKS, J. The two Triads. In: Hicks, J. Critical essays in Monetary Theory. Oxford: Clarendon Press, 1967.
- HILFERDING, Rudolf. O capital financeiro. São Paulo: Nova Cultural. Os Economistas, 1985.
- HIRATUKA, Célio & SARTI, Fernando. Transformações na estrutura produtiva global, desindustrialização e desenvolvimento industrial no Brasil: uma contribuição ao debate. Campinas: IE/Unicamp, 2015 (Texto para discussão 255).
- HOBSON, John. A evolução do capitalismo moderno. Nova Cultural. Os Economistas, 1983.
- HUMPHREY, John. Adaptando o “modelo japonês” ao Brasil. In: HIRATA, Helena (org.). Sobre o "modelo" japonês: automatização, novas formas de organização e de relações de trabalho. São Paulo: USP, 1993.
- JACINTO, P. A.; RIBEIRO, E. P., Co-Integração, efeitos Crowding-In e Crowding-Out entre Investimento Público e Privado no Brasil: 1973-1989. *Teor. Evid. Econ. Passo Fundo*, v. 6, n. 11, p. 143- 156, nov. 1998.

- JORGENSEN, D. W. Capital theory and investment behavior. In: American Economic Review. Volume 53, number 2, May, 1963.
- KALECKI, Michal. Crescimento e ciclo nas economias capitalistas. São Paulo. Editora Hucitec, 1990.
- KALECKI, Michal. Teoria da Dinâmica Econômica. São Paulo. Editora Nova Cultura, 1997.
- KEYNES, J. M. A monetary theory of production. CW, XIII: 408-411, 1933a
- KEYNES, J. M. The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy. CW, XXIX: 76-87, 1933b.
- KEYNES, J. M. Mr. Keynes and finance. In CWJMK, 1938.
- KEYNES, J. M. Teoria ex-ante da taxa de juros. In: IPEA. Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia. Brasília: IPEA, 2010 (1937).
- KEYNES, J. M. Teorias alternativas da taxa de juros. In: IPEA. Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia. Brasília: IPEA, 2010 (1937a).
- KEYNES, J. M. The process of capital formation. In CWJMK, 1939.
- KEYNES, John Maynard. A treatise on Money. In: CWJMK, vol. V. Cambridge University Press, 1930.
- KEYNES, John Maynard. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Ed. Atlas, 1992.
- LAPLANE, Mariano Francisco & SILVA, Ana Lúcia Gonçalves da. Dinâmica recente da indústria brasileira e desenvolvimento competitivo. In: Economia e Sociedade, número 3. Campinas: IE/UNICAMP, 1994.
- LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. Maximizin shareholder value: a new ideology for corporate governance. In: Economy and Society, vol.29 n.1, 2002.
- LÉLIS, M., BREDOW, S. e CUNHA, A. M. Determinantes macroeconômicos dos investimentos privados no Brasil. In: Anais do VII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, São Paulo, 2014.
- LUPORINI, V.; ALVES, J. Investimento privado: uma análise empírica para o Brasil. Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 3 (40), p. 449-475, dez. 2010.
- MARKOVITZ, Harry. Porfolio selection. The Journal of Finance, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.
- MARX, Karl. O capital: crítica da Economia Política. São Paulo. Nova Cultural, 1988.
- MAZZUCHELLI, Frederico. A contradição em processo: o capitalismo e suas crises. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2004.
- MELO, G. M., RODRIGUES JR., W. Determinantes do Investimento privado no Brasil: 1970-1995. Texto para discussão do IPEA nº 605. Brasília, novembro de 1998.

- MILBERG, W. & WINKLER, D. Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA. In: Cambridge Journal of Economics 2009.
- MINSKY, Hyman P. Estabilizando uma economia instável. Osasco: Novo Século Editora, 2010.
- MINSKY, H. John Maynard Keynes. Campinas: Editora Unicamp, 2011.
- MIRANDA, Bernardo. Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012. Belo Horizonte. UFMG/Cedeplar, 2013 (Tese de doutorado).
- ORHANGAZI, Özgür. Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003. Peri Working papers, number 149, 2007.
- PALLEY, Thomas. Financialization: what it is and why it matters. Washington: The Levy Economics Institute, working paper n. 525, 2007.
- PENROSE, Edith. A teoria do crescimento da firma. Campinas: Editora da Unicamp, 2006. (Clássicos da Inovação).
- PEREIRA, T. Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira. Economia e Sociedade, 14, pp.89-126, 2000.
- Pesquisa Industrial Anual (PIA). Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Vários anos. Disponíveis em: <http://www.sidra.ibge.gov.br/bda/cnt/default.asp>. Acesso em 24/07/2015.
- PLIHON, Dominique. As grandes empresas fragilizadas pela finança. In Chesnais, François (org.). A Finança Mundializada. São Paulo: Boitempo, 2005.
- PORTER, Michael. Vantagem Competitiva. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1989.
- POSSAS, Maria Sílvia. Concorrência e Competitividade: notas sobre estratégia e dinâmica seletiva na economia capitalista. Campinas: IE/UNICAMP, 1993. (Tese de Doutorado).
- RAMOS, Luma Souza. A hipótese da instabilidade financeira e o encontro de Minsky com a economia brasileira: a experiência das corporações nacionais nos anos 2000 e o caso da Sadia na crise de 2007/2008. Campinas: IE/UNICAMP, 2014. (Tese de Doutorado).
- REIS, C. F. de B., Os Efeitos do Investimento Público sobre o Desenvolvimento Econômico: análise aplicada para a economia brasileira entre 1950 e 2006 Brasília: ESAF, 2008.
- REIS, Cristina B. & ALMEIDA, J. S. G. A inserção do Brasil nas cadeias globais de valor comparativamente aos BRIICS. Texto para Discussão número 233. Campinas: IE-Unicamp, 2014.
- RIBEIRO, M. B.; TEIXEIRA, J. R. An econometric analysis of private-sector investment in Brazil. Cepal Review, n. 74, p. 153-166, Aug. 2001.

- ROCHA, C. e TEIXEIRA, J. Complementaridade versus substituição entre investimento público e privado na economia brasileira: 1965-90. *Revista Brasileira de Economia*, v.50, n.3, jul./set. 1996.
- ROCHA, Marco Antonio M. Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma história recente do grande capital brasileiro. Campinas: IE-Unicamp, 2013 (Tese de doutorado).
- ROCHA, Marco Antonio M. Transformações produtivas e patrimoniais no Brasil no pós-crise. Brasília: CGEE, 2014 (No prelo).
- RONCI, M. Política econômica e investimento privado no Brasil (1955-82).— Rio de Janeiro: FGV, 1991.
- SANTOS, C. H.; PIRES, M. C. C. Qual a sensibilidade dos investimentos privados a aumentos na carga tributária brasileira? Uma investigação econométrica Brasília: Coordenação de Finanças Públicas (DIRUR/IPEA), 2007.
- SARTI, Fernando & HIRATUKA, Célio (coords.). Perspectivas do Investimento na Indústria. Rio de Janeiro: Synergia, 2010 (Projeto PIB- Perspectivas do Investimento no Brasil, volume 2).
- SCHUMPETER, Joseph A. Capitalismo, Socialismo e Democracia. Rio de Janeiro. Fundo da Cultura, 1961.
- SCHUMPETER, Joseph A. Teoria do Desenvolvimento Econômico. São Paulo. Editora Nova Cultura, 1997.
- SERRANO, Franklin & SUMMA, Ricardo. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. Washington: Center for Economic and Policy Research, 2015.
- SICÇU, João. Emprego, Juros e Câmbio: finanças globais e desemprego. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- STEINDL, Josef. Maturidade e estagnação no capitalismo Americano. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (original de 1952).
- STOCKHAMMER, E. Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, n. 28, p. 719-741, 2004.
- STUDART, G. Investimento público e formação de capital do setor privado no Brasil: análise empírica da relação de curto e de longo prazos durante o período 1972-1989. Dissertação (Mestrado)—PUC, Rio de Janeiro, 1992.
- TAVARES, Maria da Conceição. Ajuste e Reestruturação nos Países Centrais. In: *Economia e Sociedade*. Campinas: IE/UNICAMP, nº 1, 1992.
- TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. “Capital Financeiro e empresa multinacional”. In: BELLUZZO, L.G.M. Os Antecedentes da Tormenta. Origens da crise global. Campinas: Editora Unesp e Edições FACAMP, 2009.

TOBIN, J. Escolha de portfólio e acumulação de ativos. In: Tobin, J. Acumulação de ativos e atividade econômica. Editora Vértice, 1987.

WOOD, Adrian. Uma teoria dos lucros. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1980.

ZYSMAN, John. Governments, markets and growth. Cornell University, 1983.

Anexos

Anexo 1 - Índices de concentração – participação (%) das 4, 8 e 12 maiores empresas em termos de pessoal ocupado nos setores – 2006 a 2013

Extração de minério de ferro e refino de petróleo.

	Índice	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Indústrias extrativas	IC4	22,0	23,0	25,1	25,4	23,6	24,6	26,3	26,0
	IC8	25,1	26,2	28,1	28,5	26,8	27,7	29,7	29,3
	IC12	27,6	28,8	30,6	30,9	29,4	30,4	32,4	31,8
Extração de minério de ferro	IC4	90,2	89,5	89,9	90,1	88,1	87,5	86,5	84,8
	IC8	92,9	92,0	92,5	92,8	91,5	91,9	91,4	90,6
	IC12	94,8	93,9	94,3	94,6	93,7	93,8	94,0	93,2
Indústria de transformação	IC4	2,1	2,1	2,2	2,4	2,3	2,4	2,4	2,8
	IC8	3,2	3,2	3,3	3,5	3,5	3,6	3,7	3,9
	IC12	4,2	4,2	4,3	4,5	4,4	4,5	4,6	4,8
Refino de petróleo	IC4	92,1	91,9	92,0	91,5	90,0	90,1	90,4	90,5
	IC8	93,9	93,6	93,5	93,1	92,1	92,0	92,2	92,4
	IC12	95,0	94,8	94,7	94,3	93,5	93,4	93,7	93,8

Fonte: Elaboração própria a partir do Cadastro Central de Empresas/IBGE

Setores produtores de BCND.

	Índice	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alimentos	IC4	9,1	8,9	9,5	9,5	9,9	10,5	10,8	12,3
	IC8	13,5	13,5	13,5	13,9	13,7	15,1	15,4	16,2
	IC12	16,6	17,0	16,8	17,1	16,8	18,2	18,4	18,9
Bebidas	IC4	23,1	23,6	23,5	24,3	25,2	26,5	25,0	30,6
	IC8	30,9	32,0	32,2	33,2	35,7	36,3	36,5	42,9
	IC12	37,2	38,4	38,3	40,2	42,7	43,3	44,1	51,1
Têxtil	IC4	11,2	10,6	9,6	9,5	8,2	7,6	6,3	7,0
	IC8	14,2	13,6	12,6	12,4	11,2	10,6	9,2	10,0
	IC12	16,6	16,0	14,9	14,8	13,7	13,0	11,7	12,5
Vestuário	IC4	3,4	3,8	4,4	4,5	4,9	4,6	4,4	4,5
	IC8	4,8	5,4	6,0	6,0	6,4	6,2	6,0	6,1
	IC12	5,8	6,5	7,1	7,1	7,5	7,1	7,1	7,1
Couro e calçados	IC4	12,0	14,1	14,2	16,8	15,5	14,8	15,0	16,5
	IC8	17,5	20,7	21,1	23,6	23,2	23,3	22,3	23,1
	IC12	21,3	23,4	23,9	26,4	26,4	26,6	25,6	26,9

Fonte: Elaboração própria a partir do Cadastro Central de Empresas/IBGE

Indústria metal-mecânica.

	Índice	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Máquinas e equipamentos	IC4	5,7	5,4	4,7	4,4	4,5	4,4	4,1	4,0
	IC8	8,5	9,0	8,4	8,0	8,1	7,6	7,2	7,4
	IC12	10,6	11,3	10,9	10,6	10,8	10,1	9,8	9,9
Material aeronáutico	IC4	89,2	90,0	88,4	88,1	85,5	83,9	83,7	83,1
	IC8	93,3	93,6	92,1	92,2	90,7	89,1	89,1	88,4
	IC12	96,1	96,1	94,7	94,6	93,5	92,1	92,3	91,7
Caminhões e ônibus	IC4	96,4	93,2	87,5	78,5	79,9	76,2	81,9	76,7
	IC8	98,9	98,3	97,8	96,1	97,3	97,2	97,4	95,0
	IC12	99,7	99,4	99,4	98,8	99,4	99,6	99,0	97,8
Carrocerias e reboque	IC4	32,1	33,5	31,6	30,9	29,7	29,1	30,3	29,0
	IC8	46,3	47,5	45,0	44,9	44,1	44,1	45,2	42,8
	IC12	54,5	55,9	53,2	53,9	53,3	53,3	54,2	52,1
Autopeças	IC4	12,0	12,1	12,0	12,2	12,3	12,3	11,1	10,9
	IC8	18,1	18,7	18,2	18,8	18,9	18,7	18,0	18,2
	IC12	23,5	23,9	23,0	23,7	23,9	23,6	23,0	23,4

Fonte: Elaboração própria a partir do Cadastro Central de Empresas/IBGE

Indústria de insumos básicos 2006.

	Índice	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celulose e papel	IC4	8,6	7,8	8,5	9,5	9,8	10,9	12,4	13,1
	IC8	13,3	12,2	13,4	14,6	15,4	16,0	17,8	19,4
	IC12	17,0	15,9	17,4	18,6	19,2	19,5	21,7	23,2
Química	IC4	6,1	6,0	6,7	6,5	6,2	7,2	6,3	7,2
	IC8	10,7	10,6	11,8	11,5	11,1	12,0	11,5	12,3
	IC12	13,5	14,3	15,2	15,3	15,1	16,4	15,7	16,2
Metalurgia	IC4	14,7	14,6	16,3	19,5	19,8	19,2	19,4	19,4
	IC8	23,3	23,7	26,3	27,6	29,1	26,8	26,9	27,1
	IC12	29,7	30,1	32,3	32,0	34,0	31,7	32,0	32,1

Fonte: Elaboração própria a partir do Cadastro Central de Empresas/IBGE

Anexo 2 – Participação (%) dos investimentos setoriais no total da indústria – Brasil, 1999 a 2013.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Petróleo	8,2	10,7	10,5	18,1	22,7	22,0	16,2	22,8	28,4	31,0	38,4	37,3	31,4	26,5	32,8
Alimentos e bebidas	9,6	13,8	11,7	10,8	12,9	14,1	14,4	16,6	16,2	15,2	13,1	15,6	16,0	12,2	13,9
Minério de ferro	2,4	1,7	1,9	6,8	6,3	4,6	9,6	9,7	7,1	5,0	4,7	3,8	6,7	6,5	9,8
Metalurgia	12,0	8,9	12,7	9,1	10,3	9,7	13,6	7,8	12,8	3,1	6,9	6,8	6,8	4,6	4,1
Química	12,8	10,8	9,0	10,6	8,5	8,2	7,8	7,9	6,1	6,2	5,3	5,9	6,2	3,8	3,7
Material de transporte	4,3	4,2	3,5	4,0	3,6	5,7	5,4	3,2	3,4	3,6	2,5	2,8	3,1	3,7	3,7
Celulose e papel	5,0	6,0	7,3	9,4	5,5	4,7	3,9	6,2	5,1	6,7	6,0	3,1	2,6	3,3	3,9
Máquinas e equipamentos	5,0	4,8	3,8	4,2	3,9	4,2	3,3	3,1	2,1	3,0	2,1	2,7	2,6	2,7	2,3
Calçados e têxtil	4,3	5,1	6,1	3,5	3,3	4,2	2,9	2,8	2,0	2,2	1,8	2,3	2,4	1,9	2,2
Fabricação de aeronaves	0,2	0,6	0,7	0,3	0,3	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Total dos setores	63,8	66,7	67,3	76,8	77,3	77,6	77,2	80,3	83,5	76,1	81,0	80,4	78,0	65,4	76,7

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PIA/IBGE.

Anexo 3 – Participação das empresas no ativo total de seu setor (considerando apenas as empresas do painel), 1999 a 2013²⁰.

Alimentos e bebidas

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ambev	59,3%	56,9%	61,7%	57,1%	61,2%	74,6%	70,8%	67,0%	58,8%	46,3%	36,3%	36,2%	36,5%	39,3%	39,7%
BRF	12,1%	14,7%	13,6%	13,9%	11,5%	5,7%	7,7%	9,1%	10,8%	13,9%	23,3%	23,6%	23,7%	22,3%	18,7%
Cacique	2,1%	2,0%	1,5%	1,5%	1,0%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Excelsior	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Iguaçu Café	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,0%	0,7%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%
JB Duarte	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
JBS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%	4,6%	6,5%	14,0%	20,0%	38,5%	37,8%	37,5%	36,1%	39,7%
Josapar	2,0%	2,2%	1,6%	1,4%	1,6%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,5%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%
Minupar	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%
Oderich	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Rasip Agro	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Sadia	21,9%	21,6%	19,3%	23,7%	22,7%	12,9%	13,8%	14,2%	13,6%	17,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

²⁰ Três dos setores selecionados possuem apenas uma empresa no painel. São elas Petrobrás, Vale e Embraer.

Têxtil e calçados

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alpargatas	10,8%	11,0%	11,2%	12,6%	11,6%	12,2%	12,3%	9,7%	11,3%	14,6%	15,2%	15,6%	16,0%	17,8%	23,9%
Buettner	1,5%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,7%	1,7%	1,4%	1,3%	1,4%	1,6%	2,2%	1,4%	1,4%	1,5%
Cambuci	1,9%	1,7%	1,7%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,4%	1,4%	1,2%	1,5%	1,7%	1,9%
Cedro	4,0%	4,3%	4,5%	5,2%	4,7%	4,0%	4,2%	3,5%	3,1%	2,9%	3,1%	4,2%	4,2%	4,1%	4,9%
Coteminas	21,1%	21,9%	21,8%	23,7%	24,2%	26,4%	31,0%	40,4%	32,7%	28,5%	26,7%	23,1%	22,1%	20,2%	22,6%
Dohler	4,0%	3,8%	3,9%	3,7%	4,1%	3,5%	3,1%	2,7%	2,5%	2,6%	2,5%	3,5%	3,4%	3,6%	4,1%
Renaux	1,4%	1,3%	1,1%	0,9%	0,8%	1,6%	1,6%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,3%	1,0%	0,9%	0,0%
Grazziotin	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,5%	1,6%	2,0%	2,8%	2,8%	3,0%	3,7%
Hering	8,5%	8,5%	10,0%	10,3%	8,5%	8,0%	5,3%	4,4%	5,8%	5,6%	5,7%	6,2%	7,3%	7,7%	9,2%
Cataguas	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	1,9%	1,8%	2,1%	2,0%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%	1,9%
Karsten	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,2%	3,0%	2,8%	1,9%	1,8%	2,6%	2,4%	2,8%	2,4%	2,7%	2,6%
Pettenati	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	2,2%	1,8%	2,1%	2,1%	2,4%
Marisol	3,7%	3,7%	3,8%	3,7%	3,4%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,6%	3,7%	4,0%	3,7%	0,0%	0,0%
Schulz	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,1%	2,0%	2,4%	2,2%	2,4%	2,9%	0,0%	3,6%	4,6%	5,4%	6,1%
São José	1,3%	1,2%	1,1%	1,5%	1,1%	1,0%	0,8%	0,7%	0,5%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Teka	7,2%	6,4%	6,9%	5,9%	7,2%	6,7%	6,1%	4,9%	4,4%	3,6%	3,6%	3,8%	3,3%	5,4%	5,9%
Vicunha	27,5%	25,8%	23,0%	18,3%	19,8%	18,6%	17,3%	15,1%	13,6%	12,2%	12,8%	10,6%	12,1%	13,0%	0,0%
Vulcabras	0,0%	1,6%	2,0%	2,0%	2,6%	3,1%	3,5%	4,0%	11,7%	11,7%	13,9%	11,2%	10,1%	8,9%	9,0%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Máquinas e equipamentos

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bardella	5,9%	6,4%	6,0%	4,9%	4,6%	4,7%	5,1%	3,8%	4,8%	6,5%	7,8%	7,5%	6,1%	5,3%	5,6%
Inepar	29,4%	24,9%	25,9%	21,8%	19,7%	19,6%	24,0%	24,2%	23,4%	21,9%	23,5%	26,4%	27,5%	29,8%	23,9%
Itautec	10,6%	11,9%	12,9%	13,1%	13,2%	11,1%	8,8%	9,7%	11,1%	11,6%	11,2%	8,4%	8,6%	7,4%	5,5%
Kepler Weber	2,0%	1,9%	2,5%	2,9%	3,1%	4,3%	5,7%	3,5%	4,1%	4,0%	3,6%	4,3%	4,8%	4,0%	4,9%
Romi	0,0%	5,1%	5,1%	4,3%	4,7%	5,5%	5,9%	10,2%	14,3%	16,0%	15,1%	14,4%	13,2%	11,1%	10,4%
Trafo	1,4%	1,3%	1,2%	1,0%	0,8%	1,2%	1,5%	1,5%	1,3%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wetzel	1,4%	1,2%	1,0%	1,1%	1,0%	1,1%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,2%	1,5%	1,4%	1,4%	1,6%
Whirlpool	49,4%	47,3%	45,3%	51,0%	53,0%	52,5%	47,7%	45,9%	39,6%	37,0%	37,5%	37,6%	38,4%	41,0%	48,1%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Materiais de transporte

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Iochpe-Maxion	29,8%	27,8%	20,6%	13,9%	12,7%	15,3%	15,1%	14,1%	13,4%	14,1%	16,3%	16,9%	18,5%	34,1%	32,7%
Marcopolo	22,4%	25,2%	33,6%	36,9%	32,0%	28,7%	29,0%	29,2%	32,0%	30,3%	29,2%	24,6%	25,0%	20,7%	22,3%
Metal Leve	17,2%	18,4%	19,8%	23,3%	25,6%	23,9%	21,4%	20,5%	18,6%	20,4%	16,0%	20,9%	19,6%	13,8%	13,1%
Plascar	9,6%	7,8%	7,1%	5,3%	8,4%	8,5%	8,3%	7,9%	7,9%	7,6%	8,4%	7,4%	7,2%	5,9%	5,3%
Randon	20,9%	20,8%	18,9%	20,6%	21,2%	23,5%	26,2%	28,3%	28,1%	27,6%	30,2%	30,1%	29,7%	25,5%	26,6%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Celulose e papel

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aracruz	28,4%	25,1%	26,0%	24,5%	31,0%	33,0%	30,3%	26,3%	23,9%	25,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Irani	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	1,2%	1,2%	1,0%	1,8%	1,9%	1,8%	2,3%
Klabin	23,0%	27,7%	22,5%	19,6%	14,8%	16,2%	15,2%	16,8%	19,2%	17,8%	16,1%	19,6%	20,1%	20,5%	21,2%
Suzano	24,9%	25,1%	24,9%	25,7%	23,3%	22,3%	23,7%	27,9%	27,5%	27,9%	25,7%	30,3%	34,1%	36,9%	38,5%
Fibria	23,7%	22,2%	26,6%	30,3%	30,8%	28,5%	30,9%	28,0%	28,2%	27,6%	57,1%	48,3%	43,9%	40,9%	38,0%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Química

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Braskem	0,0%	48,2%	57,0%	74,0%	70,4%	69,2%	66,3%	66,2%	56,2%	48,3%	59,5%	67,4%	68,1%	68,4%	71,8%
Elekeiroz	4,5%	2,2%	1,8%	1,0%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	1,7%	1,4%	1,6%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
M&G Poliester	17,7%	11,5%	9,8%	5,6%	5,9%	6,0%	4,8%	4,2%	4,7%	3,2%	3,9%	3,1%	3,1%	2,8%	1,9%
Millenium	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	1,2%	1,3%	0,9%	0,9%	1,0%	0,8%
Ultrapar	53,9%	25,9%	20,1%	11,2%	11,9%	12,0%	15,4%	15,6%	24,8%	20,6%	29,8%	25,4%	25,1%	25,4%	24,3%
Unipar	23,9%	12,2%	11,2%	8,2%	9,5%	10,5%	11,1%	11,8%	11,3%	25,3%	3,8%	2,0%	1,6%	1,3%	0,0%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Metalurgia

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Altona	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Villares	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,0%	2,2%	2,1%	1,8%	1,5%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aliperti	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
Caraíba	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,4%	2,5%	2,5%	3,0%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Confab	1,5%	1,3%	1,8%	2,2%	1,9%	1,8%	1,5%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	0,0%	0,0%
Febrasa	0,6%	0,5%	0,7%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
Fibam	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Forjas Taurus	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Gerdau	18,6%	17,7%	23,2%	28,0%	24,2%	27,5%	30,0%	33,5%	41,9%	46,6%	41,5%	35,5%	35,6%	37,0%	39,1%
Mangels	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%	0,5%	0,3%
Met Duque	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Metisa	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Panatlantica	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,4%
Riosulense	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Siderúrgica Nacional	36,1%	38,6%	31,8%	29,7%	37,9%	36,2%	33,4%	30,9%	27,1%	24,4%	26,5%	31,1%	33,3%	34,2%	33,7%
Tupy	1,9%	2,3%	2,7%	2,4%	2,4%	2,3%	2,5%	2,2%	1,7%	1,6%	2,0%	2,0%	2,4%	2,6%	3,0%
Usiminas	33,8%	32,5%	32,5%	29,9%	26,2%	24,9%	24,9%	23,4%	20,7%	21,4%	23,5%	26,2%	23,7%	22,7%	21,0%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Anexo 4 – Classificação Nacional das Atividades Econômicas (CNAE) dos setores selecionados

Setor incluído no painel	Classificação CNAE 1.0	Classificação CNAE 2.0
Refino de petróleo	23 Fabricação de coque, refino de petróleo, elaboração de combustíveis nucleares e produção de álcool	19 Fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis
Extração de minério de ferro	13.1 Extração de minério de ferro	07.1 Extração de minério de ferro
Alimentos e bebidas	15 Fabricação de produtos alimentícios e bebidas	10 Fabricação de produtos alimentícios
		11 Fabricação de bebidas
Têxtil e calçados	17 Fabricação de produtos têxteis	13 Fabricação de produtos têxteis
	18 Confeção de artigos do vestuário e acessórios	14 Confeção de artigos do vestuário e acessórios
	19 Preparação de couros e fabricação de artefatos de couro, artigos de viagem e calçados	15 Preparação de couros e fabricação de artefatos de couro, artigos para viagem e calçados
Máquinas e equipamentos	29 Fabricação de máquinas e equipamentos	28 Fabricação de máquinas e equipamentos
Fabricação de aeronaves	35.3 Construção, montagem e reparação de aeronaves	30.4 Fabricação de aeronaves
Materiais de transporte	34.2 Fabricação de caminhões e ônibus	29.2 Fabricação de caminhões e ônibus
	34.3 Fabricação de cabines, carrocerias e reboques	29.3 Fabricação de cabines, carrocerias e reboques para veículos automotores
	34.4 Fabricação de peças e acessórios para veículos automotores	29.4 Fabricação de peças e acessórios para veículos automotores
Celulose e papel	21 Fabricação de celulose, papel e produtos de papel	17 Fabricação de celulose, papel e produtos de papel
Química	24 Fabricação de produtos químicos	20 Fabricação de produtos químicos
Metalurgia	27 Metalurgia básica	24 Metalurgia

Anexo 5 – Participação (%) das empresas no total dos investimentos do painel – 1999 a 2013

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Média
Petrobrás	3,9	8,2	5,1	9,1	2,3	2,7	3,3	5,7	2,6	53,5	69,1	65,1	56,1	57,4	62,3	49,0
Vale	7,5	20,0	18,0	28,9	35,1	37,6	41,4	35,2	50,3	18,7	15,7	19,6	23,4	23,3	19,2	22,9
Ambev	47,1	4,9	4,7	5,1	6,6	7,1	6,6	5,4	3,3	2,1	1,4	1,9	2,6	2,2	2,4	3,1
Siderúrgica Nacional	9,5	14,7	9,6	8,0	5,7	8,0	4,3	5,6	3,2	2,4	2,0	3,1	3,6	2,3	1,6	3,1
Braskem	nd	0,0	17,1	6,0	3,2	5,1	4,8	4,1	5,0	1,7	0,8	1,4	1,9	2,0	3,6	2,7
Gerdau	6,3	7,1	4,6	5,9	5,9	6,7	7,6	10,2	5,5	2,7	1,3	1,2	1,7	2,4	1,8	2,7
Suzano	1,8	2,8	3,3	3,3	3,8	3,2	4,1	8,3	2,6	1,1	0,6	0,5	2,7	2,0	1,4	1,9
Usiminas	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	1,7	2,1	0,0	2,5	3,8	2,1	2,7	2,1	1,2	0,7	1,8
JBS	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,0	1,5	3,5	1,2	1,8	1,0	0,0	0,0	1,1	1,7
Fibria	1,6	3,7	6,4	0,0	3,9	4,1	3,3	0,0	2,3	1,5	1,6	0,9	1,2	0,8	0,8	1,3
Aracruz	1,2	3,7	8,9	6,6	4,3	6,0	3,0	2,7	2,4	1,4	nd	nd	nd	nd	nd	1,3
Embraer	1,5	5,0	4,9	5,5	6,7	2,7	2,7	3,4	1,9	1,0	0,8	0,5	0,8	0,8	1,1	1,3
BRF	2,1	2,9	1,2	1,1	0,6	0,7	1,4	2,3	1,6	0,9	0,0	0,0	1,4	1,7	1,2	1,0
Outras	17,5	27,0	16,1	20,4	18,7	14,4	15,3	15,8	13,4	7,8	2,7	2,1	2,5	3,8	2,8	6,3

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

Anexo 6 – Quadro síntese das principais observações do trabalho

	Concentração do setor	Investimentos	Composição dos ativos e liquidez	Rentabilidade	Estrutura de capital e financiamento
Petróleo	Altíssima concentração, com predomínio da Petrobrás.	Petrobrás é responsável por boa parte dos investimentos no país, especialmente pós-2008.	Elevada participação do ativo imobilizado em relação ao circulante.	Elevada, porém decrescente nos últimos anos.	Predominância do capital próprio após 2008. Queda do endividamento de curto prazo. Posturas predominantemente seguras.
Extração de ferro	Altíssima concentração, com predomínio da Vale.	Vale com grande importância nos investimentos. Supera a maioria dos demais setores.	Elevada participação do ativo imobilizado em relação ao circulante.	Elevada.	Predominância do capital próprio após 2008. Queda do endividamento de curto prazo. Posturas predominantemente seguras.
Alimentos e Bebidas	Setor de bebidas mais concentrado. Ambev predomina em bebidas e BRF e JBS em alimentos.	Aquisição líquida negativa até 2005. Auge em 2006-2008 e declínio em seguida.	Embora decrescente, participação do ativo circulante ainda supera a do imobilizado.	Margem bruta decresce após 2007.	Predominância do capital próprio a partir de 2004. Queda do endividamento de curto prazo. Maior incidência de fragilidade financeira entre 1999 e 2002 e após 2007.
Calçados e têxtil	Baixa concentração. Participação mais elevada de Alpargatas e Coteminas.	Auge em 2006-2007 e aquisição líquida negativa a partir de 2008 em quase todos os anos.	Ativo circulante ganha participação em relação ao imobilizado.	Perda de margem bruta em 2006-2007 e recuperação em seguida.	Importância ainda elevado do financiamento de curto prazo. Maior incidência de fragilidade financeira entre 1999 e 2002.
Máquinas e equipamentos	Baixa concentração. Maior participação da Whirpool.	Imobilização líquida negativa ou próxima de zero na maior parte do período. 2006 e 2012 são exceções, com valores positivos relevantes.	Alta participação do ativo circulante. Queda de participação do imobilizado.	Decrescente após 2008	Participação decrescente dos empréstimos de curto prazo, mas que ainda são a principal fonte de financiamento. Fragilidade financeira a partir de 2008.
Materiais de transporte	Alta concentração em caminhões e ônibus, média em correterias e reboque e baixa em autopeças.	Aquisição líquida negativa em 1999-2001, 2011 e 2013. Auge em 2007.	Alta participação do ativo circulante.	Mais elevada em 2002-2003. Cai de patamar a partir de 2005.	Endividamento de longo prazo crescente. Fragilidade financeira a partir de 2008.
Material aeronáutico	Altíssima concentração, com predomínio da Embraer.	Aquisição líquida altíssima de 2000 a 2003. Permanece positiva no restante do período e em quase todos os anos supera os demais setores da indústria metal-mecânica.	Alta participação do ativo circulante, porém decrescente. Imobilizado ganha participação, mas não supera 20% do ativo total.	Auge em 2002-2003. Patamar significativamente mais baixo após 2004.	Queda significativa do endividamento de curto prazo, que representava mais 60% das fontes de financiamento no início do período.

Celulose e papel	Baixa concentração, com equilíbrio entre as maiores empresas. Predomínio de Suzano e Fíbria após 2008	Aquisição líquida relativamente baixa, com exceção de 2001 e 2006-2008.	Participação mais elevada do imobilizado, porém com queda de patamar após 2008.	Margem bruta decrescente.	Elevado nível de endividamento oneroso, apesar da queda da participação dos empréstimos de curto prazo. Fragilidade financeira a partir de 2008.
Química	Baixa concentração, porém com predomínio da Brasken.	Aquisição líquida relativamente baixa, com exceção de 2001, 2006-2008 e 2013.	Relativo equilíbrio entre ativo circulante e imobilizado, cuja participação cresce a partir de 2010.	Margem bruta decrescente.	Elevado nível de endividamento oneroso, apesar da queda da participação dos empréstimos de curto prazo. Fragilidade financeira a partir de 2007.
Metalurgia	Média concentração. Participação mais elevada de Gerdau e Siderúrgica Nacional.	Maiores índices de aquisição líquida entre 2008 e 2012.	Tendência de queda da participação do imobilizado.	Margem bruta decrescente.	Relativo equilíbrio entre capital próprio e endividamento oneroso dentre as principais fontes de financiamento.