

Josué Jonas de Lima

**RELAÇÕES ENTRE O CAPITAL FINANCEIRO E A
INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA DE 1996 A
2015**

Dissertação submetida ao
Programa de Pós-Graduação
em Administração da
Universidade Federal de Santa
Catarina para obtenção do grau
de mestre Administração.
Orientador: Prof. Dr. Lauro
Francisco Mattei

Florianópolis
2018

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Lima, Josué Jonas de
Relações entre o capital financeiro e a indústria
de transformação brasileira de 1996 a 2015 / Josué
Jonas de Lima ; orientador, Lauro Francisco Mattei,
2018.
105 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de
Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de
Pós-Graduação em Administração, Florianópolis, 2018.

Inclui referências.

1. Administração. 2. capital financeiro. 3. plano
Real. 4. composição acionária da indústria de
transformação brasileira. 5. estrutura de capital da
indústria de transformação brasileira. I. Mattei,
Lauro Francisco. II. Universidade Federal de Santa
Catarina. Programa de Pós-Graduação em Administração.
III. Título.

Josué Jonas de Lima

**RELAÇÕES ENTRE O CAPITAL FINANCEIRO E INDÚSTRIA
DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA DE 1996 A 2015**

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de
“mestre em administração” e aprovada em sua forma final pelo
Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal
de Santa Catarina

Florianópolis, 29 de junho de 2018.

Prof.^a Dr.^a Cibele Barsalini Martins
Coordenadora do PPGAdm/UFSC

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Lauro Francisco Mattei
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Rogério João Lunkes
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Guilherme de Oliveira
Universidade Federal de Santa Catarina

Dedico aos meus pais e irmãs: Amélio, Enedite, Gabriela e Simone.

AGRADECIMENTOS

Tomo a liberdade de estender este agradecimento a todos aqueles que de alguma forma contribuíram para a execução do curso de mestrado cujo presente trabalho é seu resultado.

Aos colegas de classe cujas ideias e debates foram de muito valor ao meu aprendizado, assim como aos professores Renê, Gabriela, Jacques, Gilberto e Pedro.

Agradeço especialmente ao meu orientador Dr. Lauro Francisco Mattei, por todo apoio, instrução e paciência.

Agradeço aos membros da banca de qualificação e de defesa de dissertação pelas ponderações absolutamente pertinentes e que muito contribuíram para a melhoria deste trabalho, Professores Guilherme, Roberto e Rogério.

Agradeço a minha irmã Gabriela pela imprescindível ajuda na compilação dos dados deste trabalho.

Agradeço aos amigos Tomás e Guilherme pelas contribuições relevantes nos cálculos de indicadores.

Eu não poderia deixar de agradecer a todos os colegas de trabalho da agência Cambirela, em especial à Fernanda e ao Marcos, pela compreensão e apoio à minha decisão de cursar este mestrado e cuja dedicação permitiu que a minha necessidade de flexibilização de horários não prejudicasse o normal funcionamento daquela unidade.

Por fim, agradeço à sociedade brasileira que mantém este curso gratuito e de qualidade, na certeza de que o investimento em educação é um dos caminhos para a superação do subdesenvolvimento em nosso país.

RESUMO

A influência do capital financeiro sobre as organizações dos setores produtivos há tempo tem sido tema de debate teórico. A partir do final dos anos 1980 este debate ganha nova roupagem pelo tema da financeirização, em um cenário global de liberalização comercial e financeira e reestruturação produtiva. No Brasil, estas questões passam a fazer parte da agenda de reformas econômicas a partir de meados dos anos 1980 e principalmente após a implantação do Plano Real (1994). Visando inserir este debate empiricamente para a economia brasileira, o trabalho analisa as principais relações entre o capital financeiro e o setor da indústria de transformação brasileira entre os anos de 1996 a 2015, em especial no que tange o grau de influência do primeiro sobre o segundo. Primeiramente, faz-se um panorama da evolução recente destes setores. Para o setor financeiro, verifica-se uma consolidação e concentração no período analisado, após passar por uma reestruturação nos anos 1990. Já para o setor da indústria de transformação, verifica-se que o mesmo cresceu aquém da economia como um todo no período analisado, além de ter reduzido o seu grau de intensidade tecnológica. Para análise da inserção do capital financeiro sobre a indústria de transformação brasileira, o trabalho analisa dados de 35 empresas deste ramo listadas no índice industrial da Bolsa de Valores de São Paulo, durante 80 trimestres (1996 a 2015) e a partir de dois fatores: a sua composição acionária e a sua estrutura de capital. Verificamos que a maioria dessas organizações possuem participação de instituições integrantes do Sistema Financeiro em média de 18% do capital das empresas em análise, em 2015. Com relação a estrutura de capital, verifica-se uma variação média de 36,3% de presença de capital de terceiros no primeiro trimestre de 1996, até uma máxima de 69,5% no segundo trimestre de 2003. Como forma de avaliar o impacto de alterações em variáveis macroeconômicas sobre estes indicadores, são calculadas as correlações desta estrutura de capital das empresas selecionadas com um coeficiente de penetração das importações da indústria de transformação, a taxa de câmbio nominal média, a taxa SELIC over acumulada e um índice de termos de troca. Verificou-se que os três primeiros apresentaram correlação positiva com o endividamento destas empresas, enquanto o último fator apresentou correlação negativa no período analisado.

Palavras-chave: Sistema Financeiro. Capital Financeiro. Indústria de Transformação. Plano Real. Composição Acionária. Estrutura de Capital.

ABSTRACT

The influence of financial capital on productive sector organizations has long been the subject of theoretical debate. From the end of the 1980s, this debate gains new coverage with the topic of financialization, in a global scenario of commercial and financial liberalization and productive restructuring. In Brazil, these issues became part of the economic reform agenda beginning in the mid-1980s, especially after the implementation of the Real Plan (1994). Aiming to insert this debate empirically into the Brazilian economy, the paper seeks to analyze the main relationships between financial capital and the Brazilian manufacturing industry between 1996 and 2015, especially about the degree of influence of the former on the second. Firstly, an overview of the recent evolution of these sectors is made. For the financial sector, there was a consolidation and concentration in the analyzed period, after undergoing a restructuring in the 1990s. For the manufacturing industry, it was found that it grew below the economy in the analyzed period, in addition to reducing its degree of technological intensity. To analyze the insertion of financial capital into the Brazilian manufacturing industry, the work analyzes data from 35 companies of this branch listed in the industrial index of the São Paulo Stock Exchange in 80 quarters (1996 to 2015) and from two factors: the shareholding composition and the capital structure. We verified that most of these organizations have a participation of institutions belonging of the Financial System on average 18% of the capital from the companies under analysis, in 2015. In relation to the capital structure, there is an average change of 36.3% in the presence in the first quarter of 1996 to a maximum of 69.5% in the second quarter of 2003. As a way of assessing the impact of changes in macroeconomic variables on these indicators, is calculated the correlations of this capital structure with a penetration coefficient of imports from the manufacturing industry, the average nominal exchange rate, the cumulative SELIC over rate and a terms of trade index. It is verified that the first three presented a positive correlation with the indebtedness of these companies, whereas the last factor presented negative correlation in the analyzed period.

Keywords: Financial Capital. Manufacturing industry. Real Plan. Stockholding composition. Capital structure.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Brasil - PIB total e PIB da indústria de transformação. (índice encadeado dessazonalizado (média 1995 = 100) - referência 2010.....	26
Gráfico 2 – Brasil – conta financeira do balanço de pagamentos (saldo acumulado em 12 meses – em milhões de US\$) – 12/1995 a 12/2002	47
Gráfico 3 – Brasil – exportações e importações (saldo acumulado em 12 meses – 01/1996 = 100) – 01/1996 a 12/2002.....	48
Gráfico 4 – Índice geral de preços de commodities sem incluir petróleo, carvão e gás natural; índice de preços de commodities agrícolas e índice de preços de commodities metálicas (2005=100, em US\$) – 01/1995 a 12/2015.....	51
Gráfico 5 – Brasil – exportações e importações (saldo acumulado em 12 meses – 01/2003 = 100) – 01/2003 a 12/2015.....	52
Gráfico 6 – Brasil – conta financeira do balanço de pagamentos (saldo acumulado em 12 meses – em milhões de US\$) – 01/2003 a 12/2015	54
Gráfico 7 – Brasil – empregos em instituições financeiras (1985 a 2015).....	57
Gráfico 8 - Coeficientes de Abertura Comercial na Industria de Transformação Brasileira – Preços Correntes – 1996 A 2016	67
Gráfico 9 – Brasil - pauta exportadora (1997 a 2015).....	70
Gráfico 10 – Brasil – saldo comercial segundo a classificação dos bens (em milhões de US\$ - 1997 a 2015).....	70
Gráfico 11 – Produção física industrial, por grandes categorias econômicas (Índice de base fixa com ajuste sazonal (Base: média de 2012 = 100), janeiro de 2002 a dezembro de 2015.	71
Gráfico 12 – Utilização da capacidade instalada na Industria de Transformação Brasileira – 2003 a 2015.....	72
Gráfico 13 – Emprego na Industria de Transformação Brasileira – 2003 a 2015 – Índice de Base Fixa 06/2006=100	72
Gráfico 14 – Estrutura de Capital – empresas selecionadas – 1996 a 2015 (Índice base fixa T1/1996=100)	84
Gráfico 15 – Brasil - Termos de Troca (01/1996 a 12/2015 - Média 2006=100)	85
Gráfico 16 – Brasil - Taxa de câmbio nominal ao final de período (01/1996 a 12/2015)	85

Gráfico 17 – Brasil – Meta da taxa SELIC em percentual ao mês (01/1996 a 12/2015).....	86
Gráfico 18 – Estrutura de Capital e Penetração das Importações – Dispersão.....	88
Gráfico 19 – Estrutura de Capital e índice de Termos de Troca – Dispersão.....	89
Gráfico 20 – Estrutura de Capital e taxa de câmbio média nominal – Dispersão.....	90
Gráfico 21 – Estrutura de Capital e taxa SELIC over acumulada – Dispersão.....	91

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Subclasses da Indústria de Transformação.....	30
Quadro 2 – Empresas da Indústria de Transformação Constituintes do Índice do Setor Industrial da Bolsa de Valores de São Paulo.	32
Quadro 3 – Taxa média real de crescimento do produto interno bruto e do produto da indústria de transformação brasileira (1996 a 2015) – ref. 2010.....	68
Quadro 4 – Participação do setor financeiro no capital das empresas selecionadas.....	76
Quadro 5 – Participação relativa aos fundos de pensão e BNDES Participações S.A.	79
Quadro 6 – Equação de cálculo da estrutura de capital.....	82
Quadro 7 – Equação base do coeficiente de Pearson	86

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Banco do Brasil S.A. – Resultado líquido e despesas com pessoal (1995 a 2015 – em milhões de Reais).....	61
Tabela 2 – Principais setores da indústria de transformação brasileira em valor das vendas (2001, 2007 e 2015).....	65
Tabela 3 – Estrutura de capital por setor da indústria de transformação no Brasil	83
Tabela 4 – Resultados dos Coeficientes de Pearson – indicadores selecionados versus estrutura de capital.....	87

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3 – B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão.

BCB – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CNAE – Classificação Nacional das Atividades Econômicas

CNI – Confederação Nacional da Indústria

FMI – Fundo Monetário Internacional

FUNCEX – Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

INDX – Índice do Setor Industrial

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

MTE – Ministério do Trabalho

PIM – Pesquisa Industrial Mensal

PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

RAIS – Relação Anual de Informações Sociais

SCN – Serviço de Contas Nacionais

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

SUMÁRIO

1.	TEMA E OBJETIVOS DO ESTUDO.....	23
1.1	INTRODUÇÃO	23
1.2	PROBLEMATIZAÇÃO	24
1.3	OBJETIVOS DA PESQUISA.....	27
1.3.1	Objetivo Geral.....	27
1.3.2	Objetivos Específicos	27
1.4	MATERIAIS E MÉTODOS	28
1.4.1	A indústria de transformação brasileira.....	30
1.4.2	Dados, variáveis e construção analítica.....	33
2.	REVISÃO DE LITERATURA	37
2.1	RELEVÂNCIA DO TRABALHO PARA O CAMPO DA ADMINISTRAÇÃO	37
2.2	O SISTEMA FINANCEIRO.....	38
2.3	RELAÇÕES ENTRE OS SETORES FINANCEIRO E PRODUTIVO.....	40
2.4	A REESTRUTURAÇÃO PRODUTIVA.....	41
2.4.1	Pós-fordismo	43
2.5	REFLEXOS NO BRASIL E O PLANO REAL.....	45
2.6	NOVA REALIDADE MACROECONÔMICA (2003-2014).....	49
3.	SISTEMA FINANCEIRO E INDUSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO NO BRASIL: MUDANÇAS RECENTES... 	57
3.1	TRANSFORMAÇÕES E CONSOLIDAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO APÓS PLANO REAL.....	57
3.2	A INDUSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO FRENTE AS TRANSFORMAÇÕES MACROECONOMICAS DE 1995 A 2015. ..	62
4.	RELAÇÕES ENTRE O CAPITAL FINANCEIRO E A INDUSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA – RESULTADOS.....	75
4.1	PARTICIPACAO ACIONARIA	75
4.2	ESTRUTURA DE CAPITAL.....	80
4.3	RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE CAPITAL E MUDANÇAS MACROECONÔMICAS.....	83
4.3.1	Análise da correlação estatística entre os indicadores	86
5.	CONCLUSÕES	93
	REFERÊNCIAS.....	97
	APENDICE A - Estrutura de Capital (empresas selecionadas).....	103

1. TEMA E OBJETIVOS DO ESTUDO

1.1 INTRODUÇÃO

Foi Marx (1999) quem categorizou a centralização e a concentração do capital como dois movimentos progressivos do modo de produção capitalista. O primeiro fenômeno reconhece a tendência de atração entre capitais – junção de vários capitais menores para um investimento que exige maior volume de recursos. Já o segundo fenômeno, diz respeito à propriedade individual das diversas frações deste capital existente, com tendência a concentração, ainda que potencialmente pulverizado em número crescente de detentores¹.

A questão da centralização do capital tem sido estudada nos cursos de Administração e Economia através de seus aspectos práticos, como o tema dos ganhos de escala e escopo ou ainda sob o tema dos monopólios, oligopólios etc. Assim, do ponto de vista da administração empresarial, centralizar capital pode ser entendido uma forma de melhorar a eficiência da empresa, promovendo redução de custos, maior capacidade de competir, maior controle do mercado, aumento da lucratividade, entre outros. Nestes casos, é um mecanismo de adequação e sobrevivência ao mercado, um resultado da concorrência.

Marini (2012) sustenta que existe uma relação inversa entre escala e custos de produção, resultando que na competição de mercado as empresas de maior tamanho obtêm ganhos em dois sentidos: pela possibilidade de praticar o preço de mercado obtendo, portanto, uma lucratividade acima da lucratividade média ou pela possibilidade de vender a preços menores que os de mercado, elevando a probabilidade de falência dos concorrentes de capital menos centralizado.

A centralização pode ocorrer de duas formas: i) através da fusão de duas ou mais empresas, e ii) pela utilização de recursos, próprios ou de terceiros, para investimento de longo prazo, cujas finalidades mais

¹ Mesmo que possa parecer contraditório, a maior pulverização do capital tangencia o processo de concentração. MARX cita como exemplo dessa pulverização as divisões de grandes fortunas por heranças. Em PIKETTY (2014) podemos encontrar uma descrição da “classe média patrimonial” como fenômeno do século XX, após os choques das duas guerras mundiais. Como se vê, a dispersão do capital não está atrelada a melhor distribuição de renda ao longo do tempo.

comuns são o aumento no volume de atividade, modernização de ativos fixos e arrendamento ou aquisição de novos bens (ASSAF NETO, 2012).

A presença do setor financeiro, mediando e coordenando a alocação destes recursos é comum nos dois casos. No primeiro, bancos e outras instituições financeiras tem atuado como assessores nos processos de grandes e médias fusões. Já no segundo aspecto, a interferência das organizações do sistema financeiro torna-se mais decisiva porque envolve a disponibilização de recursos administrados por estes. Para Marx (1999) o crédito é o principal instrumento que permite intensificar o processo de centralização do capital.

É por isso que alocação de recursos de outros indivíduos ou organizações, é o grande impulsionador deste processo.

Nos dias atuais, o crédito talvez ainda seja a principal fonte de recursos para investimentos de longo prazo. Contudo, ele não é o único instrumento financeiro desenvolvido para esta finalidade. Assaf Neto (2012) cita, além do mercado de crédito, o mercado de capitais como uma fonte de recursos, cujo escopo engloba uma série de instrumentos e agentes utilizados como fontes de recursos, tais como os fundos de pensão, fundos de investimento e debêntures. Assim, uma empresa pode captar recursos via endividamento, ou pode aumentar seu capital ofertando parte de controle – e dos lucros – a investidores.

Assim, direta ou indiretamente o sistema financeiro e suas organizações passam a tomar parte crescente da dinâmica do capital produtivo na medida em que administram volumes também crescentes de riqueza acumulada socialmente e que necessita ser alocada. Desta forma, quanto maior a necessidade da centralização de capital na produção, mais relevante será a presença do capital financeiro neste meio.

1.2 PROBLEMATIZAÇÃO

O que até aqui foi chamado “eficiência produtiva”, desde um ponto de vista macroeconômico se pode chamar de produtividade. Os fatores de produção, capital e trabalho, carregam uma produtividade específica se esta for entendida como o preço de venda da produção gerada em razão de dada quantidade destes fatores. Maior produtividade dos fatores, a priori, significa maior competitividade de setores – especialmente os mais intensivos em capital e mais avançados tecnologicamente – no escopo da divisão internacional do trabalho.

Entretanto, do ponto de vista financeiro, a eficiência possui um significado mais estreito: eficiência do capital se refere à taxa de retorno daquele investimento. Assim, a decisão de investimento estará

diretamente relacionada à grandeza do retorno esperado, ainda que o aumento da produtividade seja uma consequência possível. Isto vale tanto para quem demanda capital quanto para quem oferta, e tal processo, balanceado pelo fator do risco, dita o rumo das possíveis alocações de recursos.

O aparente descolamento dos objetivos da engenharia industrial (maior produtividade) com os objetivos financeiros (maior retorno para o capital), fica mais enfático diante de um processo ao que convencionou-se chamar de financeirização da riqueza. Bruno e Caffé (2015) argumentam que se trata de um processo no qual ativos financeiros se generalizam e se aprofundam no cenário econômico como alternativas rentáveis de acumulação de capital, conduzindo alocações tanto de poupança pessoal como de reservas empresariais. Belluzzo e Coutinho (1998) sustentam que este processo se generalizou com grande velocidade desde o início dos anos 1980, ocasionando o que os autores chamam de inflação de ativos, ou seja, um crescimento desproporcional do preço dos ativos financeiros em relação àquilo que representam na economia real. Muitas vezes, estes ativos são ou possuem títulos de propriedade de empresas produtivas.

Assim, a dominância financeira implica que nem sempre o aumento da produtividade será a alternativa mais rentável para aplicação de capital, levando a exigência de maior rentabilidade por parte das empresas como forma de obter recursos a menores taxas no mercado de dívida e empréstimos, além de influenciar na sua precificação no mercado de capitais.

É também este movimento que leva a maior centralização do capital, conforme discutido, como forma de se obter ganhos de escala e maior rentabilização do capital alocado. Capital mais concentrado também levará a novas formas de gestão, especialmente aquelas centradas nos chamados conselhos de administração, no qual os sócios com participação relevante indicarão representantes que discutirão e votarão os rumos da empresa. Assim, capital mais centralizado e mudanças na gestão estão intimamente relacionadas ao avanço da financeirização.

Isto pode se operar em todos os setores da economia, levando a mudanças estruturais ao longo do tempo que implicam na progressiva monopolização da produção. Para Marini (2012), nos países periféricos este movimento pode ser observado de forma precoce, assumindo tal característica, entre outros motivos, pela entrada do capital estrangeiro.

No Brasil, o fenômeno da financeirização é contemporâneo da abertura comercial, privatizações e liberalização financeira típicos dos

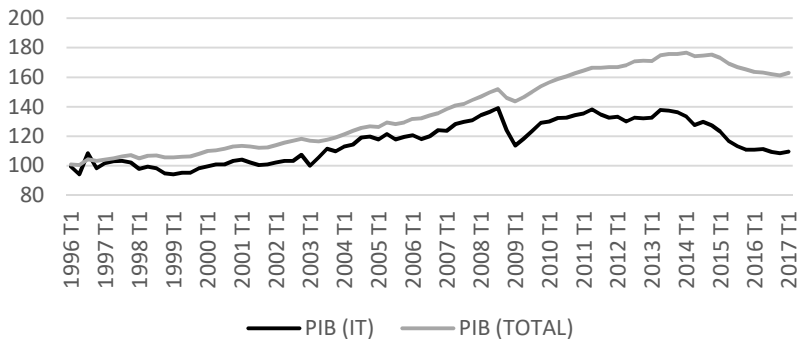
anos 1990, cuja conjunção levou a uma profunda reestruturação produtiva.

Um dos setores mais afetados por este movimento foi o da indústria de transformação, especialmente após a implantação do Plano Real (1994) quando se incorpora ao quadro de reestruturação a sobrevalorização cambial e o aumento das taxas de juros, dois fatores macroeconômicos basilares do novo plano econômico, além de uma série de mudanças na orientação do papel do Estado na Economia.

Assim, neste período se operam uma serie de transformações econômicas importantes que podem ter influenciado as decisões empresariais no setor da indústria de transformação brasileira e na relação estabelecida entre este e o setor financeiro.

A percepção mais trivial do período após a implantação do Plano Real, é o fato de a indústria de transformação não ter acompanhado o crescimento do produto total, conforme se percebe no gráfico 1.

Gráfico 1 – Brasil - PIB total e PIB da indústria de transformação. (índice encadeado dessazonalizado (média 1995 = 100) - referência 2010)



Fonte: dados IBGE/SCN² - elaboração própria.

O esvaziamento da participação relativa da indústria de transformação no PIB já era uma realidade a partir de meados dos anos 1980, mas ela se aprofunda com as reformas desencadeadas com o Plano Real (POCHMANN, 2016).

² Este e os demais dados do IBGE foram obtidos em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/contas-nacionais/9052-sistema-de-contas-nacionais-brasil.html>

Sob estes dois aspectos, ou seja, a financeirização da economia e as mudanças macroeconômicas do período é que caminha a necessidade de se compreender o movimento ocorrido nas relações estabelecidas entre os setores administradores destes capitais, ou seja, as corporações da indústria e as instituições financeiras. Este é um primeiro passo para o estudo empírico destas questões, não só da financeirização, mas da própria dinâmica do desenvolvimento industrial no Brasil.

Ao utilizar o termo “relações”, estamos nos referindo à dinâmica de participação do capital financeiro sobre as empresas do setor industrial. Por um lado, analisando a presença societária do primeiro sobre o segundo, e, por outro lado, o grau de utilização de recursos não próprios, também chamada de “estrutura de capital”. Estes fatores são utilizados porque representam as duas principais formas com que o capital financeiro penetra no setor produtivo (ASSAF NETO, 2012).

Estas relações serão analisadas com o corte temporal da introdução do Plano Real (1994)³, traçando as principais particularidades destes dois setores, e averiguando também as possíveis mudanças nesta forma de financiamento à medida que se alteravam as condições macroeconômicas. Tais objetivos são melhor detalhados abaixo.

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar as relações entre o capital financeiro e a indústria de transformação brasileira de 1996 a 2015 a partir da composição acionária do setor industrial e a sua estrutura de capital neste período.

1.3.2 Objetivos Específicos

- I. Elaborar uma análise do quadro geral do sistema financeiro e da indústria de transformação no Brasil e suas trajetórias recentes frente às mudanças macroeconômicas ocorridas entre 1996 e 2015;
- II. Pesquisar a participação acionária de instituições do sistema financeiro sobre as empresas da indústria de

³ Utilizaremos dados de 1996 a 2015. Preferimos terminar em 2015 em razão do aprofundamento da recessão econômica no Brasil a partir de meados daquele ano, o que exigiria análise específica do tema.

- transformação brasileira, analisando as relações observadas;
- III. Pesquisar a estrutura de capital da indústria de transformação brasileira, analisando as relações observadas;
- IV. Analisar as principais alterações na estrutura de capital da indústria de transformação brasileira a partir de mudanças no cenário macroeconômico ocorridas entre 1995 a 2015, a partir de análise de correlação estatística.

1.4 MATERIAIS E MÉTODOS

Segundo ABRAMO (1988), uma pesquisa científica deve ser guiada por um método científico, cujos princípios gerais podem ser resumidos em objetividade e sistematização de informações fragmentadas. Contudo, ainda existem princípios particulares, que devem obedecer às condições particulares de certo setor do conhecimento.

Em relação aos trabalhos situados no campo das ciências sociais, diz o autor:

A possibilidade de se fazer pesquisa científica em sociologia e nas ciências afins reside no fato de que os acontecimentos humanos históricos, sociais, não se dão por acaso; ao contrário, estão sempre interligados por relações, embora tendenciais ou de probabilidade, e mesmo que tais relações não sejam explícitas, evidentes ou conscientes. A procura e a descoberta dessas relações tendenciais e prováveis, ou leis sociológicas é a meta final da pesquisa sociológica. E descobrir leis sociológicas é, em última análise, explicar os fatos sociais, incluindo-se aí a história do desenvolvimento das sociedades humanas (ABRAMO, 1988).

A tipologia deste trabalho, conforme sugerido por ABRAMO (1988), será orientada nos seguintes termos:

i) *Segundo os campos de atividade humana ou os setores do conhecimento*, trata-se de uma pesquisa multidisciplinar, uma vez que envolve aspectos do campo das ciências econômicas, administração e sociologia, principalmente.

ii) *Segundo a utilização dos resultados*, será uma pesquisa do tipo pura, básica ou fundamental, pois busca apenas a compreensão uma realidade socioeconômica geral.

iii) *Segundo os processos de estudo*, haverá uma combinação de processos. Em primeiro lugar será estrutural; pois busca evidenciar estruturas existentes e seu funcionamento; será também histórico, pois estamos buscando reconstituir o desenvolvimento de certos fatos e organismos sociais; e, por fim, será funcionalista, o que significa o exame de relações de um fenômeno que está inserido em outro mais amplo.

iv) *Segundo a natureza dos dados*, nosso trabalho se classifica como uma pesquisa de dados objetivos e de fatos;

v) *Segundo a procedência dos dados*, este trabalho se constituirá de dados secundários, ou seja, dados já existentes colhidos por outras instituições, uma vez que não haverá geração de novos dados;

vi) *Segundo o grau de generalização dos resultados*, serão utilizados dados majoritariamente de amostragem, ou seja, cuja validade por generalização está sendo confirmada pela organização ou pesquisa anterior geradora dos dados, de forma consistente com suas respectivas metodologias. Obviamente, não podemos supor que eles representem exatamente a realidade do universo, mas sim que sejam aproximações confiáveis.

vii) *Segundo a extensão do campo de estudo*, este trabalho é classificado como uma pesquisa monográfica ou de profundidade, ao passo que se limita a um tema/problema específico.

viii) *Segundo as técnicas e os instrumentos de observação*, tratar-se-á de uma consulta bibliográfica e documental, na forma de estudo de um objeto em si.

ix) *Segundo os métodos de análise*, não se pode falar em construção de tipos, tampouco de modelos. Este projeto visa uma combinação destes métodos, entre fenômenos correlacionados, sendo assim classificada como “tipologias e classificações”.

x) *Segundo o nível de interpretação*, nossa pesquisa é descritiva, ao passo que o processo metodológico inclui “identificar o fato, descrevê-lo, caracteriza-lo” e, além disso, “procurar mostrar como ele é”. Não podemos incluir essa pesquisa no campo das pesquisas explicativas, uma vez que não estamos buscando descobrir leis sociais, ainda que algumas leis sociais sejam resgatadas de teorias preexistentes.

Em relação as etapas da pesquisa, iniciaremos uma revisão bibliográfica onde se buscará sustentação teórica aos problemas de pesquisa elencadas, garantindo determinada orientação geral às questões específicas a serem estudadas.

A partir daí iniciaremos uma pesquisa qualitativa e quantitativa em fontes secundárias de dados que permita situar as condições gerais dos

sujeitos da pesquisa, ou seja, do setor financeiro e da indústria de transformação brasileiros. Da mesma forma, este tipo de pesquisa buscará descrever os seus aspectos de interação mais importantes no escopo deste trabalho.

1.4.1 A indústria de transformação brasileira

Para este trabalho utilizaremos a classificação dada pela CNAE – Classificação Nacional das Atividades Econômicas, gerida pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística⁴. O quadro 1 apresenta as subclasses de setores que incorporam a indústria de transformação:

Quadro 1 - Subclasses da Indústria de Transformação

(continua)

FABRICAÇÃO DE PRODUTOS ALIMENTÍCIOS
FABRICAÇÃO DE BEBIDAS
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DO FUMO
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS TÊXTEIS
CONFECÇÃO DE ARTIGOS DO VESTUÁRIO E ACESSÓRIOS
PREPARAÇÃO DE COUROS E FABRICAÇÃO DE ARTEFATOS DE COURO, ARTIGOS PARA VIAGEM E CALÇADOS
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE MADEIRA
FABRICAÇÃO DE CELULOSE, PAPEL E PRODUTOS DE PAPEL
IMPRESSÃO E REPRODUÇÃO DE GRAVAÇÕES
FABRICAÇÃO DE COQUE, DE PRODUTOS DERIVADOS DO PETRÓLEO E DE BIOCOMBUSTÍVEIS
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS QUÍMICOS
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS FARMOQUÍMICOS E FARMACÊUTICOS
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE BORRACHA E DE MATERIAL PLÁSTICO
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE MINERAIS NÃO-METÁLICOS
METALURGIA

⁴ Utilizaremos a versão mais recente desta classificação, também chama CNAE 2.0, publicada em 05/09/2006.

Quadro 2 - Subclasses da Indústria de Transformação

(conclusão)

FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE METAL, EXCETO MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS
FABRICAÇÃO DE EQUIPAMENTOS DE INFORMÁTICA, PRODUTOS ELETRÔNICOS E ÓPTICOS
FABRICAÇÃO DE MÁQUINAS, APARELHOS E MATERIAIS ELÉTRICOS
FABRICAÇÃO DE MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS
FABRICAÇÃO DE VEÍCULOS AUTOMOTORES, REBOQUES E CARROCERIAS
FABRICAÇÃO DE OUTROS EQUIPAMENTOS DE TRANSPORTE, EXCETO VEÍCULOS AUTOMOTORES
FABRICAÇÃO DE MÓVEIS
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DIVERSOS
MANUTENÇÃO, REPARAÇÃO E INSTALAÇÃO DE MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS

Fonte: CNAE/CONCLA/IBGE, 2017.⁵

Em suma, serão abordados todos os setores industriais que lidam com a transformação de matéria-prima em um novo produto. Neste sentido, não estão incluídos setores como os da construção civil, extração mineral, elétrico, entre outros.

Considerando que utilizaremos os dados divulgados pelas empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), tomaremos por base aquelas empresas listadas no Índice do Setor Industrial (INDX) desta bolsa de valores. Este índice congrega as principais empresas abertas do setor industrial no Brasil, porém nele estão incluídas as empresas do setor de construção civil; assim, tomamos a liberdade de excluir essas empresas. Assim, este trabalho utilizará os dados históricos das seguintes empresas:

⁵ Disponível em: <https://cnae.ibge.gov.br/>

Quadro 3 – Empresas da Indústria de Transformação Constituintes do Índice do Setor Industrial da Bolsa de Valores de São Paulo.

(continua)

Setor	Empresa
Máquinas e Equipamentos	WEG
Materiais para Transporte	EMBRAER
	MARCOPOLO
	RANDON
	RECRUSUL
	TUPY
Materiais de Construção	PORTOBELLO
Computadores e eletrônicos	POSITIVO TECNOLOGIA
Alimentos	BRASIL FOODS
	JBS
	M.DIASBRANCO
	MARFRIG
	MINERVA
	SAO MARTINHO
Bebidas	AMBEV
Cosméticos	NATURA
Tecidos, Vestuário e Calçados	ALPARGATAS
	COMPANHIA HERING
	GRENDENE
	VULCABRAS
Autopeças	IOCHP-MAXION
	METAL LEVE
Madeira, Papel e Celulose	DURATEX
	FIBRIA
	KLABIN
	SUZANO PAPEL E CELULOSE
Materiais diversos	MAGNESITA
Químicos	BRASKEM

Quadro 4 – Empresas da Indústria de Transformação Constituintes do Índice do Setor Industrial da Bolsa de Valores de São Paulo.

(conclusão)

Siderurgia e Metalurgia	FERBASA
	GERDAU
	METALURGICA GERDAU
	PARANAPANEMA
	COMPANHIA SIDERURGICA NACIONAL
	USIMINAS
Medicamentos e outros	HYPERMARCAS

Fonte: Bolsa, Brasil, Balcão (B3), 2018.⁶

1.4.2 Dados, variáveis e construção analítica

Este trabalho apresenta dados em séries históricas para o período compreendido entre 1996 e 2015. Estes dados, compõe um conjunto de indicadores que servem de base para análises qualitativas deste período naquilo que importa ao comportamento da economia como um todo, do setor da indústria de transformação brasileira e do setor financeiro.

Busca-se verificar o comportamento destes setores diante de mudanças macroeconômicas ocorridas neste período, em um primeiro momento, e depois verifica-se fatores de relação entre eles.

Os mecanismos de interação são buscados na literatura especializada e trazidos a luz de indicadores disponíveis, para efeitos de verificação empírica.

Neste estudo os dados e variáveis apresentadas cumprem diferentes funções em cada um dos objetivos específicos e também no referencial teórico.

Para o referencial teórico e o primeiro objetivo, ou seja, a apresentação da evolução recente dos setores da indústria da transformação e do setor financeiro brasileiros, os dados são provenientes de fontes secundárias e praticamente não sofrem alterações pelo autor. São apresentados unicamente como maneira de melhor explicar aqueles assuntos, sendo todos de corte temporal com variáveis macroeconômicas ou setoriais.

⁶ Disponível em:

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-setoriais/indice-bm-fbovespa-industrial-indx-composicao-da-carreira.htm

Para o segundo e terceiro objetivos, são utilizados dados das 35 empresas apresentadas no Quadro 2. Os dados foram obtidos através do aplicativo *Econômica*, que reúne informações financeiras de empresas de capital aberto. Para tanto, foi baixado as planilhas de indicadores financeiros – onde se pode encontrar a informação da estrutura de capital – e a planilha com informações patrimoniais – onde se observa os maiores acionistas de cada uma das empresas. De posse destas planilhas é realizado o trabalho de compilação dos dados.

Especificamente no caso da composição acionária, em se tratando de companhias abertas, o aplicativo *Econômica* apresenta somente acionistas com participação relevante. Isso significa que investidores individuais minoritários, sejam pessoas físicas ou jurídicas, não são listados. A compilação destes dados se baseia em uma pesquisa sistemática da finalidade jurídica de cada um dos sócios listados pelo aplicativo. De forma qualitativa, com base no conhecimento tácito do pesquisador, é definido se aquela empresa é ou não uma instituição pertencente ao sistema financeiro, ou seja, se ela é uma empresa com objetivo de comprar participação em empresas diversas, com a finalidade de rentabilizar seu capital. Alguns critérios mais objetivos, no entanto, foram adotados para esta definição: i) se o sócio faz parte de uma antiga reorganização societária da própria empresa investigada; ou ii) se o sócio é uma holding representante de um dos sócios originários da empresa em questão. Para uma resposta afirmativa a estes dois questionamentos, não é considerada neste trabalho como intuição financeira, ainda que o seu contrato social assim designe.

Para o quarto objetivo optou-se por quatro indicadores fundamentais que serão confrontados com dados particulares dos setores que iremos trabalhar. São eles: a taxa de juros, a taxa de câmbio nominal, os termos de troca e a abertura econômica.

A escolha por estes dados reflete a sua importância na definição dos preços econômicos nos setores financeiro e da indústria de transformação. Um primeiro dado relevante é a taxa de juros, que pode significar uma orientação básica para decisões de investimento e de endividamento (ASSAF NETO, 2012). Outro dado escolhido é a taxa de câmbio, que reflete uma série de fatores econômicos como relações comerciais, investimento estrangeiro, dívida, cenário externo e expectativas sobre a economia doméstica. Também optamos por analisar os termos de troca da economia brasileira, dado que reflete a evolução da relação entre os preços de bens exportados e importados, o que pode ser entendido como um termômetro das condições de comércio exterior (BRANDÃO e SCHUH, 1979). O quarto dado selecionado é o grau de

abertura da Economia, ou seja, em que nível a concorrência de produtores externos estão absorvendo o mercado doméstico.

Estes quatro dados são assim representados: i) Para a taxa de juros, utilizaremos o histórico da meta da taxa SELIC over, publicada pelo Banco Central do Brasil (BCB) tomada em periodicidade trimestral como a seu valor acumulado no trimestre; ii) Para a taxa de câmbio utilizaremos a taxa de câmbio nominal dada em Reais (R\$) por Dólar Americano (US\$) comercial médio para compra, com periodicidade trimestral, também divulgada pelo BCB e calculada com base na média dos três meses que compõe o respectivo trimestre; iii) Para os termos de troca será utilizado índice calculado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), com periodicidade trimestral, na forma de número índice com base fixa 2006=100, sendo o dado trimestral a média dos respectivos meses; iv) Por fim, como *proxy* da abertura comercial utilizaremos o Coeficiente de penetração das importações da indústria de transformação elaborado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), divulgado em periodicidade anual e tomado trimestralmente como uma replicação do dado anual.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 RELEVÂNCIA DO TRABALHO PARA O CAMPO DA ADMINISTRAÇÃO

A fragmentação dos estudos organizacionais em diversas vias de análise tem sido fator de questionamentos acerca da cientificidade do campo de estudos administração, conforme discutido por Danke et al. (2010). Os autores sustentam, no entanto, que este fator é justificável pela complexidade de fatores que envolvem seus objetos de estudos, em especial as organizações, pautando-se nas relações destas com a riqueza, pessoas e ambientes ao qual estão inseridas.

[...] desconsiderá-la como ciência, [...], acaba por desprestigiar um amplo grupo de atores sociais que não pode ser estudado por outras ciências: as organizações. [...] Estudos relacionados à contribuição do campo estratégico na sustentabilidade e em desempenhos superiores, os arranjos produtivos, dos tempos e movimentos na atividade industrial, os impactos da atividade humana nas atividades organizacionais e outros são intrínsecos a essa área de conhecimento. (DANKE ET AL., 2010).

Com base nestas premissas, o presente trabalho está inserido no campo da administração como uma convergência de campos econômicos e sociológicos, amparado nesta sua natureza multidisciplinar como ciência.

As contribuições deste trabalho lançam luz a questões centrais da pesquisa em administração, como as relações de determinado tipo de organização – as empresas da indústria de transformação brasileira – com as de outra natureza – as instituições do sistema financeiro. Estas relações implicam na averiguação de diferentes aspectos das estratégias organizacionais ao longo do tempo, assim como sua reação a eventos externos como é o caso do cenário econômico e mudanças em políticas públicas.

Não obstante, o trabalho lança base para uma série de novas pesquisas e abordagens, em especial sob os aspectos da concorrência e da gestão.

2.2 O SISTEMA FINANCEIRO

Sistema Financeiro pode ser definido como um conjunto de *aparatos institucionais ou normativos* que existem para a administração dos fluxos de capital. São exemplos destes “aparatos” as bolsas de valores, os bancos, os derivativos, as agências de hipotecas, as diversas formas de crédito, os bancos centrais e os instrumentos de política monetária, ou seja, instituições e regras que permitem o funcionamento do atual sistema de mercado.

É por meio deste aparato financeiro que se formam as taxas de juros e as taxas de câmbio; que se transferem e se comercializa capitais; que se oferta e se demanda crédito, moeda, dívida pública, dívida privada, mercadorias futuras e um número imensurável de funções que movem a economia globalizada. Estes aspectos indicam um poder inerente a este sistema financeiro no que tange a sua influência nos aspectos produtivos da sociedade.

Hilferding (1985) percebeu a emergência do sistema financeiro como uma relação progressivamente intrínseca e majorada entre o capital bancário e o capital industrial, fazendo brotar daí o conceito de “capital financeiro”, ou seja, um capital bancário que foi imobilizado na forma de capital industrial.

Contudo, este sistema financeiro, dentro do seu escopo de atuação, cria mecanismos que permitem maior liquidez ao capital imobilizado - cujo exemplo mais emblemático é o mercado de capitais – permitindo, portanto, sua transformação em capital-dinheiro.

Com o avanço global do capitalismo também essa institucionalidade financeira se consolida com características próprias em cada região do planeta, confundindo-se com a própria história do desenvolvimento econômico-social daquele local, coexistindo de forma interdependentes um sistema financeiro internacional, regional e nacional.

Conforme relatado por Hilferding (1985), os primórdios do capital financeiro aparecem alheios a qualquer controle estatal, mas a medida que ganhava importância, alguns aspectos precisaram ser liderados pelos Estados, sendo o aspecto mais importante a centralização das emissões de papel-moeda.

Na literatura marxista, o capital financeiro costuma ser dividido entre capital de empréstimo e capital fictício. É neste escopo que estão os

títulos negociados pelo mercado financeiro e a própria moeda de base creditícia. (GUTMANN, 1996).

O capital fictício recebe esse nome por obter parte do valor produzido no processo de produção sem passar diretamente por este processo, ou seja, o juro gerado é parcela do lucro do empresário produtivo.

Conforme esses Estados-Nacionais avançavam em suas relações internacionais, também se desenvolvia o que pode ser chamado de padrão monetário internacional, sendo o seu primeiro estágio o padrão ouro-libra. Medeiros e Serrano (1999) datam esse período entre os anos de 1819 a 1914, quando a Libra se tornou padrão mundial da conversão em ouro em função da pujança econômica inglesa – dada sua produtividade superior, o tamanho do seu parque produtivo e suas relações comerciais com as demais nações – e assim permaneceu até as primeiras décadas do século XX, quando o Dólar americano passa a ocupar o lugar de moeda que dita as trocas no mercado internacional.

Efetivamente, é a partir do Acordo de Bretton Woods, em 1944, que o Dólar passa a ser uma referência incontestável para os fluxos globais de capitais e mercadorias, com as principais moedas de outros países mantidas em termos fixos com o Dólar americano, enquanto este mantinha uma conversibilidade em Ouro.

Belluzzo e Coutinho (1998) definem os seguintes fatores como características atuais do mercado financeiro: i) profundidade, assegurada por transações secundárias em grande escala e frequência, conferindo elevado grau de negociabilidade aos papéis; ii) liquidez e mobilidade, permitindo aos investidores facilidade de entrada e de saída entre diferentes ativos e segmentos do mercado e iii) volatilidade de preços dos ativos resultante das mudanças frequentes de avaliação dos agentes quanto à evolução dos preços dos papéis (denominados em moedas distintas, com taxas de câmbio flutuantes).

Minsky (1994) enfatiza que os movimentos financeiros internacionais, muito além do comércio, estão determinando as mudanças nas relações de produção. Minsky trabalha com a ideia de fragilidade financeira sistêmica, ou seja, a suposição de que o sistema financeiro é naturalmente instável e tende a produzir instabilidades na economia na medida que determina as múltiplas formas de financiamento da produção e alocações de portfólios. O autor considera diferentes níveis de fragilidade financeira de acordo com a relação entre fluxos de caixa e endividamento, chamando-as de unidades financeiras hedge, especulativas e Ponzi, em ordem decrescente de prudência no endividamento em relação a seus fluxos positivos. (MOLLO, 1988).

Para Carneiro (2006), as características das moedas nacionais mais fortes são:

[...] estabilidade, definida por taxa de inflação recorrentemente baixa; pequeno risco de perda de capital associado a liquidez e profundidade dos mercados financeiros domésticos; rede (*networks*) disseminada em razão do tamanho da economia e de suas relações comerciais.

Para este autor, esse processo traz duas vantagens econômicas para o país: i) redução das taxas de juros e ii) aumento no financiamento de longo prazo denominado nesta moeda.

Minsky (1994) define uma divisão entre grupos de países no campo das relações financeiras internacionais, qual seja, o grupo dos exportadores líquidos de capital e dos importadores líquidos de capital. Admite-se que países periféricos como o Brasil, que via de regra são dependentes da importação de capital, devem aprofundar as relações de circulação de sua moeda no sentido de que ela passe a denominar significativamente pelo menos os seus próprios passivos (dívidas).

Um dos grandes problemas dos países periféricos é a relação que se dita no campo destes fluxos de capitais, uma vez que o papel que cumpre a política financeira será bastante distinta daquela função clássica dos países mais desenvolvidos. Lara Resende (2009) ressalta que os países periféricos têm de lidar com a “confiança” dos agentes econômicos em momentos de crise, ou seja, estes países não podem fazer o mesmo que fazem os países centrais com suas políticas anticíclicas (frouxidão monetária e aumento de gastos).

Após o eclodir das crises, apesar da desvalorização da moeda, da interrupção dos fluxos de capitais externos, da desorganização econômica e do desemprego, a política macroeconômica era obrigatoriamente voltada para a recuperação da confiança. (LARA RESENDE, 2009).

2.3 RELAÇÕES ENTRE OS SETORES FINANCEIRO E PRODUTIVO

O conceito de capital Financeiro está associado às organizações que operam o Sistema Financeiro, ou seja, tornam possível os mecanismos de fluxo de capitais que movem as economias modernas.

Conforme proposta de Assaf Neto (2012), o setor financeiro no Brasil pode ser dividido entre instituições do mercado de crédito, de capitais, monetário e cambial.

No mercado de crédito destacam-se os grandes bancos brasileiros, os quais concentram mais de 80% do ativo total do sistema financeiro: BNDES⁷ e Caixa Econômica Federal (estatais), Banco do Brasil S.A. (economia mista), Bradesco S.A., Itaú Unibanco S.A. e Santander S.A. (privados). (BCB, 2017)

Nos mercados de capitais, tem-se uma gama maior de instituições, como os fundos de pensão, fundos de investimento e *holdings*. Estes tem atuado no setor produtivo adquirindo ou financiando participação em empreendimentos e projetos, seja por meio da aquisição de ações quando as empresas decidem aumentar o capital social, seja simplesmente vendendo parte da propriedade da empresa. Estes fundos, dependendo do capital investido, possuem assento e poder de propor ou vetar decisões nos conselhos de administração. Deve-se pontuar que grande parte destas instituições são controladas ou oriundas dos grandes bancos citados anteriormente, configurando-os como bancos múltiplos.

Outro instrumento bastante negociado no mercado de capitais são as debentures, títulos de dívida privada emitida pelas empresas como forma mais barata de captar recursos sem comprometer o controle e participação nos lucros dos acionistas, como ocorreria no caso da busca de investidores a partir de aumento de capital.

Há basicamente duas formas de se avaliar a presença – ou a influência – do Setor Financeiro sobre o setor produtivo. Um primeiro caminho é verificando a presença de instituições financeiras no controle acionário destas companhias, ou seja, como detentoras diretas de poder de decisão sobre a administração de determinada empresa. O segundo aspecto, é através da sua estrutura de capital, ou seja, do endividamento da empresa em questão, uma vez que mais dívida significa uma interação maior com agentes do setor financeiro.

2.4 A REESTRUTURAÇÃO PRODUTIVA

Nesta sessão será analisada algumas transformações produtivas e macroeconômicas ocorridas no Brasil e no mundo a partir de meados dos anos 1970 que possuem relação direta com o período a ser abordado neste trabalho, a saber, o período pós Plano Real. As mudanças não são produzidas autonomamente no Brasil, senão como resultado de um movimento global que exerce pressão às políticas públicas e às estratégias empresariais. O início deste processo intimamente ligado ao nosso tema

⁷ Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

é o que se convencionou chamar de reestruturação produtiva, tendo o pós-fordismo como um de seus desdobramentos.

Eatwell (1996) sustenta a existência de um movimento global iniciado em 1973 com o abandono do sistema de *Bretton Woods* e a “eliminação de todos os controles de capitais em janeiro de 1974” por parte dos EUA. Para o autor, são características deste momento o fim dos controles cambiais, fim de certas restrições às instituições financeiras, eliminação de controles quantitativos sobre a expansão do crédito, política monetária conduzida a partir de taxas de juro de curto prazo e a criação de um mercado global de instrumentos monetários. Quanto mais um governo fosse próximo destas políticas, mais credibilidade ele teria junto ao “mercado”.

Em linhas gerais, portando, pode-se afirmar que a partir do final dos anos 1970 o capitalismo global entra em uma nova fase de desenvolvimento, particularmente pautando as agendas nacionais de políticas liberalizantes, seja em termos comerciais ou em termos financeiros.

Chesnais (1995) chama esse movimento de “novo regime mundial de acumulação” fruto do processo de internacionalização deste período, denominado pelo autor como “mundialização do capital”. Isto significa dizer que o avanço do capitalismo moderno exigia uma maior integração dos mercados mundiais como forma de se aprofundarem mecanismos de valorização do capital, uma vez que o escopo macroeconômico e regulatório típico do pós segunda guerra criava barreiras a estas possibilidades de expansão econômica e, ademais, as perspectivas de crescimento da economia global eram pessimistas.

Como já dissemos, este processo se inicia nos EUA, com o fim do padrão dólar-ouro e é seguido por diversas políticas liberalizantes, notadamente no período do Governo de Ronald Reagan (1981-1989), assim como na gestão de sua par britânica, Margaret Thatcher (1979-1990). Logo, tais políticas semelhantes se disseminam em outras partes do mundo.

Na América Latina, tal movimento teve sua sustentação no que se convencionou chamar de “Consenso de Washington”, disseminadas através de exigências do Fundo Monetário Mundial em troca do financiamento deste órgão aos países da região. Nesta época, estes países tinham uma grande necessidade de divisas estrangeiras para financiar a escalada da dívida externa provocada pelo aumento das taxas de juros nos EUA com consequências nas evasões de divisas e valorização abrupta do dólar americano. As recomendações do Consenso de Washington previam medidas de abertura comercial, privatização de estatais, redução

dos gastos públicos, disciplina fiscal, reforma tributária, desregulamentações dos mercados, estímulos ao investimento estrangeiro, taxas de juros flutuantes, câmbio flutuante, e direitos de propriedade intelectual. (RANGEL e GARMENDIA, 2012).

2.4.1 Pós-fordismo

Do ponto de vista dos processos produtivos, este período é marcado por uma crise do modelo dominante até então na maior parte do século XX, convencionalmente chamado “fordismo”, referência à inovadora produção em série idealizada por Henry Ford.

Antunes (1997) afirma que os elementos constitutivos do fordismo eram dados:

[...]pela produção em massa, através da linha de montagem e de produtos mais homogêneos; através do controle dos tempos e movimentos pelo cronômetro fordista e produção em série taylorista; pela existência do trabalho parcelar e pela fragmentação das funções; pela separação entre elaboração e execução no processo de trabalho; pela existência de unidades fabris concentradas e verticalizadas e pela constituição/consolidação do operário massa, do trabalhador coletivo fabril, entre outras dimensões.

O ponto central do fordismo, portanto, residia em uma produção linear e homogênea em escala e em relações de trabalho clássicas e rígidas. Deste último aspecto, criou-se um ambiente social estável do ponto de vista do emprego e da remuneração, porém relativamente pouco exigente em termos da qualificação do trabalhador.

À medida que a produção conseguia avançar em escala e na divisão do trabalho, permitindo aumentos de produtividade, também permitia aumentos salariais e políticas de bem-estar-social, em especial nos países centrais. Isto se traduziu em taxas de desemprego relativamente baixas e expansão do crescimento econômico, sobretudo entre as décadas de 1940 a 1970.

A partir de 1970 este modelo começa a dar sinais de saturação, ou seja, já não conseguia produzir avanços de produtividade na mesma velocidade que obtivera até então⁸. A resposta a este impasse é o

⁸ Em nível global, há uma expressiva redução no aumento da produtividade entre 1973 e 1983. (COUTINHO, 1992).

surgimento do chamado *toyotismo*⁹, entendido aqui como uma série de inovações tecnológicas e gerenciais que passam a ser adotadas pelas empresas em um movimento de crescente flexibilização do antigo modelo de produção linear e verticalizado.

Coutinho (1992) argumenta que um dos principais fatores que tornaram possível este movimento foi a transição para um novo paradigma tecnológico advindo de uma série de inovações âmbito da microeletrônica. Essas inovações possibilitavam uma maior automação dos parques fabris e dos modelos de gestão empresarial, ou seja, eram bastante permeáveis à economia real. Ao mesmo tempo, os preços destas inovações apresentaram contínua redução em relação às capacidades, produzindo, portanto, uma queda no custo do capital em relação àquilo que seria possível obter em termos de produtividade.

Outra questão central do *toyotismo*, agora de natureza gerencial, era a definição de um modelo produtivo que permitisse atender a demanda em prazo adequado sem implicar na formação exagerada de estoques, seja de matérias primas, seja do produto final. Respondendo a esta necessidade foram introduzidos sistemas como o *just-in-time*, a horizontalização da produção a partir de uma rede de pequenos fornecedores¹⁰ e também o fim da rigidez dos contratos de trabalho. Formava-se assim todo um esquema que permitia as empresas produzirem de acordo com as vendas, o que resultava em redução de custos e risco.

Para os trabalhadores, por outro lado, esta lógica se traduziu na necessidade de maior qualificação - dado o caráter polivalente das novas ocupações - aumento da carga horária de trabalho e menor estabilidade no emprego. O antigo trabalhador serial fordista supervisionado pelo chefe de sessão passa a ser um trabalhador com multitarefas, geralmente organizado em equipes e autogerido, ou seja, monitorado apenas por metas que ele ou sua equipe devem entregar. (ANTUNES, 1997). Não obstante, ocorreu um aumento do desemprego estrutural em várias partes do mundo capitalista.

Antunes (1997) faz uma crítica ao conceito de pós-fordismo na medida que isto possa indicar que o capitalismo passava por uma ruptura do modelo produtivo dominante até então. O autor sugere, outrossim, que não há ruptura, mas sim uma metamorfose evolutiva e gradual em

⁹ Referência à Toyota, fabricante japonesa de automóveis que se tornou emblemática ao introduzir com sucesso em grande escala maneiras mais flexíveis e horizontais de produção.

¹⁰ Enquanto a fábrica fordista produzia cerca de 75% do produto final em seu interior, a fábrica toyotista responde por apenas 25%. (ANTUNES, 1997)

aspectos do mesmo processo de trabalho, de forma que não se pode superestimar a amplitude das mudanças.

Coutinho (1992) apresenta algumas tendências que iriam ganhar corpo ao longo dos anos 1990. Entre essas tendências está o crescente peso do complexo eletrônico nas economias; a consolidação da automação flexível como novo paradigma industrial; e o aprofundamento da globalização na direção de que as economias dos diferentes países estariam mais abertas e liberais em relação aos fluxos de capitais e investimentos.

Este último aspecto nos remete a uma síntese de todo este movimento de metamorfose do capitalismo global na medida em que está relacionado ao grande salto estrutural de integração dos diferentes países sob cadeias globais de produção, emblematicamente marcado pela rápida expansão econômica de alguns países do leste asiático, a começar pelo Japão a partir de meados dos anos 1980.

2.5 REFLEXOS NO BRASIL E O PLANO REAL

Os eventos que antecederam ao Plano Real, tanto no plano da política global como no Brasil serão de suma importância para o sucesso de sua implementação. Na esfera externa, como vimos, existia uma inclinação liberal do ponto de vista comercial e financeiro entre as potências que já haviam consolidado seu parque industrial no pós-guerra, amparada na crescente influência dos setores financeiros sobre a condução das políticas de Estado.

No Brasil, segundo argumenta Filgueiras (2003), este processo de implementação de políticas liberais fora ancorado em planos de combate à inflação, como o Plano Collor (1990) e o Plano Real (1994), ganhando, dessa forma, legitimidade na opinião pública a despeito de implicarem em consequências impopulares e desnacionalizantes. Assim, os Planos ganhavam escopo de uma agenda de reformas macroeconômicas, além da reforma monetária propriamente dita.

Abreu e Werneck (2014), argumentam que a liberalização comercial no Brasil ocorreu unilateralmente entre fins dos anos 1980 e meados dos 1990, marcada pela redução das tarifas alfandegárias a partir de 1988 e redução de barreiras não tarifárias entre 1990-1993. Outro aspecto relevante deste período foi a privatização de 33 empresas estatais nos governos dos presidentes Fernando Collor e Itamar Franco.

Com as duas vitórias eleitorais da frente política liderada por Fernando Henrique Cardoso (1994 e 1998), o processo de liberalização econômica está consolidado como política orientadora do estado

brasileiro neste período. A abertura comercial ganha força com a manutenção de uma taxa cambial sobrevalorizada, vista pelo governo como uma âncora cambial para o controle da inflação, e as privatizações que avançaram com a venda de 125 estatais entre 1994 e 2002. Além disso, Werneck (2014) aponta um “penoso esforço de juste fiscal” na agenda do novo governo.

Na verdade, o ajuste fiscal se deu tanto pelo aumento de impostos quanto pelo contingenciamento de gastos não-financeiros, uma aparente contradição explicada pela escalada da dívida pública e seu custo. A carga tributária cresceu de 27,9 % do PIB em 1994 para 32,35% em 2002¹¹, enquanto a dívida total líquida do setor público passou de 30% do PIB (1994) para 50,5% (2002)¹².

A taxa básica de juros que remuneravam a posse destes novos títulos da dívida, já com inflação sob controle, ficaram acima de 20% entre 1996 e 1997, tendo sido elevadas ao final daquele ano para o patamar de 40,92%, reduzidas de 38% até 19% ao longo do ano de 1998 e novamente elevadas a 29% ao final do mesmo ano e 25% no início do ano seguinte; em março de 1999, novo aumento, para 45%, baixando ao longo de 1999 de 42% até 19%; em 2000, novas baixas, para 18,5% até 15,75%; em 2001, volta a subir, chegando a 19% em julho daquele ano e mantém-se relativamente estável com 18% em outubro de 2002, quando inicia novo ciclo de altas até 25% em dezembro do mesmo ano.¹³

Uma das justificativas para as altas taxas de juros era justamente o controle da inflação. No entanto, existiam dificuldades na rolagem da dívida, cujos compradores, estrangeiros ou residentes, exigiam remuneração mais elevada para adquirirem os títulos. Além disso, fazia-se uso da dívida pública como atrativo de divisas estrangeiras via investimento externo, cujo fluxo era fundamental para assegurar um dos pilares do plano: a âncora cambial, fixada em bandas cambiais como uma espécie de “dolarização flexível”¹⁴

A ideia era que manter a divisa interna em uma paridade próxima do dólar americano permitiria uma acomodação da inflação sob pena de que a produção nacional poderia ser substituída pela estrangeira, o que

¹¹ Dados do IBGE/SCN

¹² Dados provenientes da base do BCB. Considera Dívida total líquida do setor público com Petrobras e Eletrobrás.

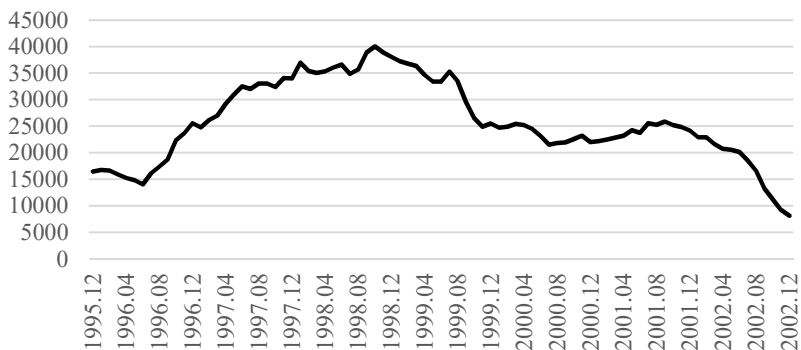
¹³ Dados do BCB. O período a partir de 2003 será descrito na próxima seção.

¹⁴ Menos dramática que a dolarização completa, as bandas cambiais permitiam uma pequena margem de manobra na política monetária, o que era importante na medida que o fisco federal continuava apresentando déficits.

diante de um quadro de liberalização comercial se tornara cada vez mais factível. Mas isso só seria possível mediante a existência de reservas em Dólar americano, o que garantia uma pretensa “convertibilidade” naquela moeda. Tal situação foi possibilitada por cerca de US\$40 bilhões em reservas acumuladas nos anos anteriores (ABREU e WENECK, 2014). Esta primeira fase termina com a liberação da flutuação cambial livre de bandas a partir de 13 de janeiro de 1999, o que na prática fazia parte da mesma estratégia, tornando-se necessária diante das dificuldades em se conseguir as reservas diante de um aumento global da aversão ao risco que estava pressionando as moedas de países como o Brasil.

Concomitantemente, o governo federal tomava medidas de liberalização financeira que tornava mais permissiva a entrada de investimento estrangeiro em carteira, além da adequação do marco regulatório financeiro para este fim (FREITAS e PRATES, 2001). Em um primeiro momento logrou-se um aumento do investimento estrangeiro direto e em carteira, porém essa entrada de capitais começou a declinar em meados de 1998, atingindo seu ponto crítico nas vésperas da desvalorização de 1999 quando ensaia uma modesta recuperação, porém volta a um ciclo de baixa que só viria a cessar em meados de 2003.

Gráfico 2 – Brasil – conta financeira do balanço de pagamentos (saldo acumulado em 12 meses – em milhões de US\$) – 12/1995 a 12/2002



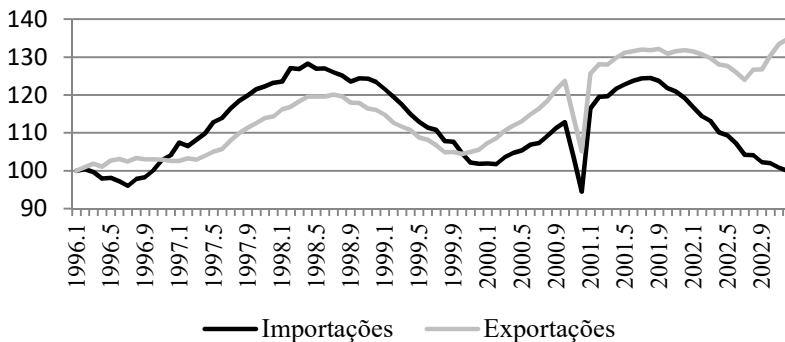
Fonte: Banco Central do Brasil, 2018.¹⁵

¹⁵ Todos os dados buscados na base de dados do Banco Central do Brasil podem ser obtidos no sítio:

<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>

Ao mesmo tempo, com a nova política de liberalização comercial e âncora cambial, as importações cresceram fortemente, não sendo acompanhadas na mesma velocidade pelas exportações. Assim, ocorria uma deterioração da conta de transações correntes, ou seja, da necessidade de divisas estrangeiras para a manutenção do modelo econômico, o que reforça o caminho da desvalorização da moeda em 1999. De fato, após a desvalorização, o quadro se inverte e as exportações passam a crescer acima das importações, aliviando o déficit em transações correntes.

Gráfico 3 – Brasil – exportações e importações (saldo acumulado em 12 meses – 01/1996 = 100) – 01/1996 a 12/2002



Fonte: Banco Central do Brasil, 2018.

Com a liberalização cambial a partir de 1999 passa a valer no Brasil o que se convencionou chamar de “tripé macroeconômico”. Além da questão cambial, também a adoção do sistema de metas de inflação e a busca por recorrentes superávits primários nas contas públicas passam a ser os fundamentos macroeconômicos que guiarão a política econômica.

Para as metas inflacionárias, o Banco Central atua como órgão operador manejando a taxa de juros, as quais foram mantidas em patamares elevados em termos reais, conforme vimos, encarecendo o custo da dívida pública. Já o superávit primário trata do que se consegue poupar daquilo que é arrecadado, a fim de pagar parte destes juros da dívida pública, sendo geralmente assumido como uma meta fiscal em percentual do PIB.

Para reduzir os gastos públicos, além de contingenciamentos e medidas pontuais, o governo conseguiu aprovar a Lei de Responsabilidade Fiscal, sancionada em 04 de maio de 2000, levando

também para Estados e municípios prerrogativas de finanças públicas como limite para endividamento e limite para gasto com folha de pagamento (NASCIMENTO e DEBUS, 2001).

Outra fonte de receitas neste período foi o expressivo volume de privatização de empresas estatais. Já em meados de 1995, o governo conseguiu junto ao congresso a aprovação de emendas que davam margem ao fim do monopólio do petróleo pelo Estado e para privatizações nos setores de telecomunicações e eletricidade, além da criação de agências reguladoras, papel antes desempenhado pelas próprias estatais. Em setembro de 1997 é sancionada a Lei de Desestatização, que alterava uma Lei similar datada de 1990. Esta Lei incluía a venda da Companhia Vale do Rio Doce e indicava o papel do BNDES como possível financiador de aquisições. Ao total, as privatizações geraram um caixa de US\$78,6 bilhões entre 1995 e 2002, mais da metade proveniente de grupos estrangeiros (WERNECK, 2014).

Neste cenário de profundas mudanças produtivas, ocorreu também uma reestruturação do setor bancário, que havia criado instrumentos de lucratividade através de ganhos com as altas taxas de inflação dos anos anteriores. Isto resultou na necessidade de uma série de intervenções pelo Banco Central em instituições bancárias. O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), lançado em 1995 buscava sanear o sistema financeiro através do apoio a fusões e aquisições.

Assim, pode-se afirmar que o Plano Real, além do seu teor enquanto reforma monetária, também deu novos fundamentos à economia brasileira, a exemplo do maior grau de abertura comercial, maior liberalização financeira, menor participação do Estado na economia produtiva, crescimento do peso do Estado através da espiral do endividamento público e seu custo e maior participação do capital estrangeiro na economia.

2.6 NOVA REALIDADE MACROECONÔMICA (2003-2014)

Em 2002 a situação de instabilidade econômica era grave, sobretudo no mercado cambial. O governo federal precisou fechar um novo acordo com o FMI, envolvendo o maior empréstimo já concedido por aquela instituição, de US\$30 bilhões, como forma de garantir o fechamento das contas externas e mitigar riscos. (WERNECK, 2014).

Um dos fatores que estava levando a ataques especulativos contra o Real era a previsível vitória do candidato do Partido dos Trabalhadores à presidência da República, Luiz Inácio Lula da Silva, em função das

pautas históricas deste partido que eram vistas como radicais pelos agentes do mercado, a despeito dos diversos esforços dos dirigentes do partido e do próprio candidato em reiterar o seu comprometimento com a manutenção das premissas macroeconômicas vigentes.

Somente após a posse do novo governo é que se retoma maior estabilidade. Ajudou o fato de que a forte depreciação cambial de 2002 ter sido um dos fatores de reversão da situação das contas externas. O crédito disponibilizado pelo FMI tampouco precisou ser sacado. Segundo Werneck (2014),

Tendo se expandido em não mais que 1,2%, em 2003, a economia cresceu 5,7% em 2004, sem que isso impedisse que a taxa oficial de inflação fosse reduzida de 9,3%, em 2003, para 7,6%, em 2004. Foi especialmente tranquilizador que recuperação tão forte tivesse sido acompanhada por impressionante melhora das contas externas. As exportações haviam aumentado de US\$ 60,4 bilhões, em 2002, para US\$96,5 bilhões, em 2004, e a elevação do saldo comercial de US\$13,1 bilhões, em 2002, para US\$33,6 bilhões, em 2004, permitiu que o déficit em conta corrente de 1,7% do PIB, observado em 2002, fosse convertido em um superávit de quase 2% do PIB, em 2004. Na esteira do boom de preços de commodities e da depreciação cambial, o tão esperado ajuste das contas externas afinal se dera de forma muito vigorosa, abrindo perspectivas especialmente promissoras para a economia.

O “boom de preços de commodities” a que o autor se refere pode ser entendido como um movimento global de aumento da demanda e dos preços de matérias-primas (minerais, petróleo, gás e produtos agrícolas).

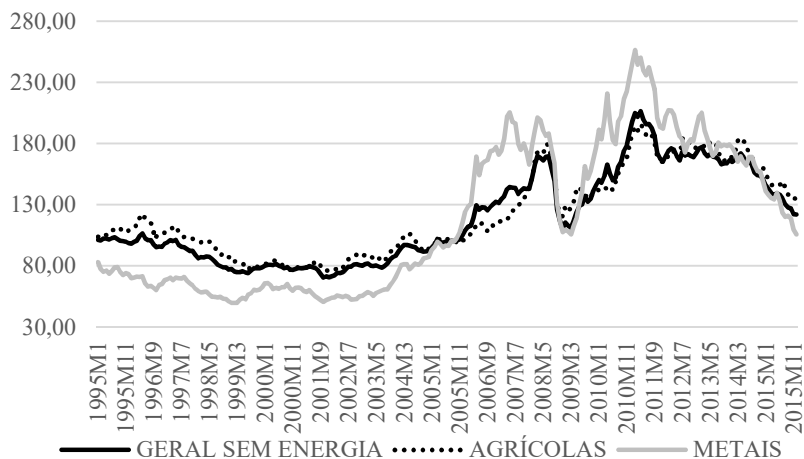
Segundo Valpon (2016), este movimento teve sua “fase áurea” entre 2004 e 2011, tendo o rápido crescimento da China como principal explicação para o fenômeno. Este crescimento global teria sido alimentado pelos déficits em conta corrente de alguns países, em especial dos EUA, que acumulavam dívida, enquanto outros, em especial a China, se mantinham superavitários, acumulando reservas. Nas palavras de Valpon (2016), “Trocou-se o excesso de consumo de alguns pelo excesso de poupança de outros”.

Black (2013) argumenta que talvez o efeito China – ou seja, o desequilíbrio entre oferta e demanda – possa ter sido superestimado pelos analistas econômicos para explicar o ciclo das *commodities* e aponta a

necessidade de se ter em conta a influência de outros fatores como o aumento no preço do petróleo ocasionando pressão de custos, a desvalorização do dólar estadunidense, as baixas taxas de juros a nível mundial e a crescente especulação financeira.

De toda forma, o fato é que se observou um rápido crescimento no preço destas matérias primas, especialmente a partir de 2003, revertendo a tendência de baixa desde meados dos anos 1990, conforme se observa no gráfico abaixo.

Gráfico 4 – Índice geral de preços de commodities sem incluir petróleo, carvão e gás natural; índice de preços de commodities agrícolas e índice de preços de commodities metálicas (2005=100, em US\$) – 01/1995 a 12/2015



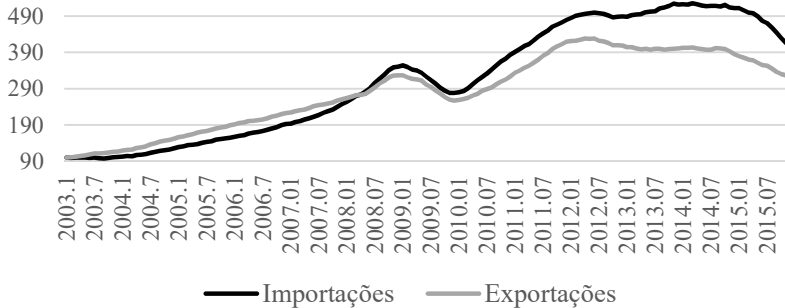
Fonte: IMF Commodities Price Indices, 2018.¹⁶

Para Valpon (2016), o Brasil foi um dos principais “ganhadores” deste período, uma vez que 70% do crescimento das exportações brasileiras foram de *commodities* (2004-2011) e que em 2013, 19% das exportações brasileiras eram destinadas à China. Efetivamente, o Brasil se destacou no cenário global como um grande provedor de matérias primas, especialmente Minério de Ferro e *commodities* agrícolas, como a Soja. Assim, a medida que ocorria um aumento no preço de bens exportados pelo Brasil e um câmbio ainda depreciado em razão dos choques de 1998 a 2002, o resultado foi uma melhora significativa e rápida nas contas externas, com as exportações crescendo acima das

¹⁶ Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>

importações durante todo o período 2003 até meados de 2008, antes da eclosão da crise financeira internacional.

Gráfico 5 – Brasil – exportações e importações (saldo acumulado em 12 meses – 01/2003 = 100) – 01/2003 a 12/2015



Fonte: Banco Central do Brasil, 2018.

À medida que recebia fluxos positivos de divisas, o Real brasileiro voltou a se valorizar. Com a ajuda do câmbio e a ampliação da capacidade de importar bens a baixo custo, a inflação também se manteve sob controle. Este aspecto, aliado à solidez das contas externas possibilitou uma modesta redução das taxas de juros até 2008. A última reunião do Comitê de Política Monetária em dezembro de 2002 havia aumentado a taxa SELIC para 25,50% a.a., sendo elevada a 26,50% pelos novos membros do comitê em março de 2003; a partir daí foram sucessivos cortes até 16% a.a em abril de 2004, voltando a ser elevada até o pico de 19,75% a.a. em maio de 2005, quando retoma a tendência de baixa até atingir 11,25% a.a. em 09/2007.

Outra marca deste período foram as iniciativas de redistribuição de renda implementadas pelo Governo Federal, como a criação do Programa Bolsa Família – que chegou a beneficiar diretamente 20% da população – e a política de reajustes no salário mínimo que somaram 63% acima da

inflação entre 2003 e 2010. A população abaixo da linha de pobreza, que era de 24% em 2001, havia caído para 7,4% em 2014¹⁷.

A desigualdade, medida pelo índice de Gini, que se mantivera estável desde 1994, passou de 0,593 em 2001 para 0,514 em 2014. Na esteira de uma melhora geral dos indicadores econômicos e sociais, a taxa de desemprego que estava em tendência ascendente desde 1995, passou a cair a partir de 2004.

Outro aspecto deste período foi a relativa recuperação da capacidade de investimento dos governos, simbolizado no âmbito federal pela criação do Programa de Aceleração do Crescimento em janeiro de 2007. Além disso, o governo federal capitalizou o BNDES através de endividamento, para que este concedesse empréstimos ao setor privado a juros subsidiados, no intuito de alavancar investimentos. Até 2015, o BNDES havia recebido cerca de R\$520 bilhões de Reais do Tesouro Federal para essa finalidade¹⁸

Percebe-se assim, que o crescimento econômico brasileiro deste período esteve associado a um otimismo generalizado do quadro econômico, que permitiu um elevado patamar da confiança de produtores e consumidores. Diante disso, empresas se tornavam mais propensas a investir e famílias mais propensas a consumir e, em ambos os casos, a expansão da oferta de crédito foi um alicerce importante.

O crédito total seguiu tendência ascendente no período, passando de 21,8% do PIB em 2003, para 34,7% em 2007 e 54,3% em 2015, com crescimento superior a dois dígitos todos os anos. No mesmo sentido, ocorreu um crescimento do endividamento das famílias, que passou de aproximadamente 15% do estoque da massa salarial, em 2005, para cerca de 47% em fevereiro de 2015 (FEBRABAN, 2016). Com menor desemprego e expansão do crédito, o consumo foi um importante pilar do crescimento do PIB neste período.

Com expansão do crédito, o Brasil conseguiu alavancar e, assim, multiplicar o efeito riqueza inicial. A forma como isso se deu, durante esse

¹⁷ Os dados apresentados foram extraídos da base de dados do Banco Mundial, disponível em: <http://data.worldbank.org/country/brazil>. Seguindo outra metodologia, dados do IPEA apontam que 33,71% da população

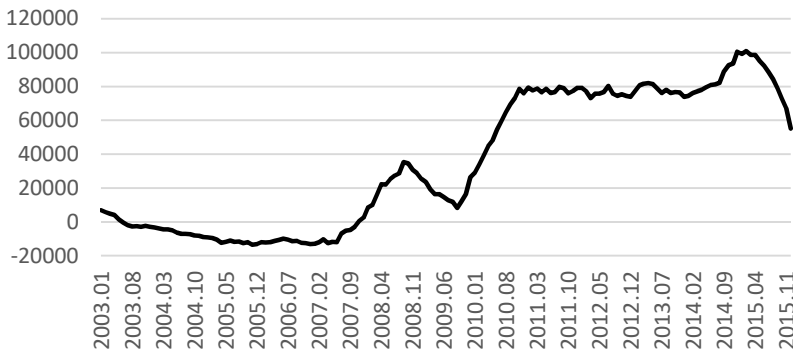
¹⁸ O que representou um subsídio de R\$ 270 bilhões na diferença entre as taxas de juros que remuneraram os títulos de dívida pública emitidos e as taxas cobradas pela instituição, segundo notícia vinculada no Portal Exame: “Bancos Privados Lucram com a ‘bolsa empresário’ do BNDES”, de 11/07/2016.

período, envolveu vários agentes: do consumidor comum, que compra seu primeiro carro com empréstimo, ao empresário, que conseguiu fazer lançamento de ações de sua empresa na bolsa. O entusiasmo com o Brasil, visto como um importante complemento da economia chinesa, foi fortemente potencializado por um mercado financeiro que acreditou que tudo havia mudado para melhor e para sempre (VOLPON, 2016).

Com incremento do saldo comercial, do investimento, do consumo e dos gastos do governo, todos os itens da demanda agregada pela ótica da demanda estavam satisfeitos, conduzindo a uma fase de crescimento relativamente bem mais forte do que o período estudado na sessão anterior.

Em 2008, no entanto, com o estopim da crise financeira internacional, ocorrem algumas mudanças estruturais a nível global com impactos sobre o Brasil. Uma delas foi um fluxo positivo de divisas sem precedentes, sobretudo a partir de meados de 2009, amparado pelos programas de injeção monetária conduzidos pelos EUA e pela União Europeia, o *Quantitative Easy*. Na época, este fluxo foi figurativamente chamado de “tsunami monetário”.

Gráfico 6 – Brasil – conta financeira do balanço de pagamentos (saldo acumulado em 12 meses – em milhões de US\$) – 01/2003 a 12/2015



Fonte: Banco Central do Brasil, 2018.

Uma das consequências foi a forte apreciação cambial, que rapidamente voltou aos patamares pré-crise, a despeito das tentativas de contrabalanço do Banco Central, que procurava retirar dólares de circulação montando uma grande posição em reservas financeiras

comprando títulos da dívida pública estadunidense. Mais tarde, o próprio Ministério da Fazenda taxou os investimentos de curto prazo, passando a incidir IOF sobre essas transações como forma de tentar dar um caráter menos especulativo a estes fluxos.

A despeito deste momento aparentemente positivo em termos da confiança dos investidores estrangeiros no Brasil, ao mesmo tempo se processavam outros dois desdobramentos globais que trariam consequências perversas à economia brasileira, colocando fim à expansão cíclica iniciada em 2003-2004.

A primeira delas foi o agravamento da recessão na União Europeia a partir de 2011, resultando em um quadro de insolvência fiscal e desemprego elevado em muitos países daquela região. A segunda, logo em seguida, foi a contínua redução no ritmo de crescimento da China, contagiando rapidamente o preço principais commodities exportadas pelo Brasil.

Diante deste ambiente de incertezas frente ao modelo de crescimento da economia brasileira que predominara até então, o governo brasileiro busca uma reordenação macroeconômica com o objetivo de impulsionar o crescimento, apostando em um modelo “para dentro” cujo intuito era manter o crescimento do consumo e alavancar os investimentos. Ao final de 2012, esta mudança de orientação da política econômica ficou conhecida como “Nova matriz macroeconômica”.

Nos momentos nos quais a pressão inflacionaria se tornasse menos intensa devido a choques externos favoráveis, deveria se aproveitar o espaço para desvalorizar o câmbio nominal de maneira a atenuar a perda da competitividade externa. Essa janela de oportunidade surgiu no segundo semestre de 2011 com o recrudescimento da crise financeira mundial em função dos efeitos da turbulência nos mercados de dívida soberana na área do Euro. Foi nesse momento que a assim chamada “nova matriz econômica” foi implantada, com o início de um longo ciclo de redução na taxa básica de juros pelo Banco Central do Brasil e a desvalorização gradual da taxa nominal de câmbio (OREIRO, 2016).

Além dos juros e do câmbio, a “nova matriz” se caracterizou por um maior expansionismo fiscal do governo federal – ou menor preocupação com o superávit primário – e em seu conjunto, foi entendida como um abandono do antigo “tripé macroeconômico”, que, segundo Oreiro (2016), já vinha sendo flexibilizado desde 2006 com o crescimento

do gasto primário. Neste período, o governo também abriu mão de arrecadação através de uma política de desonerações tributárias que tinham o intuito de alavancar o investimento privado e manter o desemprego nos patamares baixos em que se encontrava.

Entretanto, já na metade final do ano de 2014 os preços das commodities passam a cair com ainda mais força (vide gráfico 4) e os incentivos criados pela “nova matriz” não foram capazes de acelerar o crescimento da economia, que terminaria aquele ano próximo a 0% e com uma taxa de inflação batendo o topo da meta de 6,5%, tal cenário provocou um aumento da taxa básica pelo Banco Central desde meados de 2013, após atingir a então mínima histórica do Plano Real de 7,25% ao ano.

Com juros em alta, crescia também o custo da dívida pública federal, o que não pode ser compensado pelo aumento da arrecadação, já que o crescimento do produto estava estancado. Somava-se a este quadro a queda das exportações e o início de uma crise política que culminaria no *impeachment* da presidente reeleita. Este quadro gerou uma crise de credibilidade que levaria a uma redução massiva no fluxo de divisas (vide gráfico 6) que, combinado ao crescente déficit em transações correntes, levou a uma também rápida desvalorização do Real.

Assim, o ano de 2014 encerra definitivamente o período inaugurado em 2003, marcado pelo crescimento econômico mais acelerado que do período anterior (1995-2002), crescimento este sustentado pelo equilíbrio externo, aumento das exportações de produtos primários, valorização cambial, crescimento do consumo e do gasto público, entre outros aspectos tratados ao longo desta seção.

3. SISTEMA FINANCEIRO E INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO NO BRASIL: MUDANÇAS RECENTES

3.1 TRANSFORMAÇÕES E CONSOLIDAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO APÓS PLANO REAL

As instituições financeiras atuantes no Brasil empregavam em 2015 um total de 869 mil pessoas, representando um dos mais importantes setores da economia brasileira em volume de emprego.

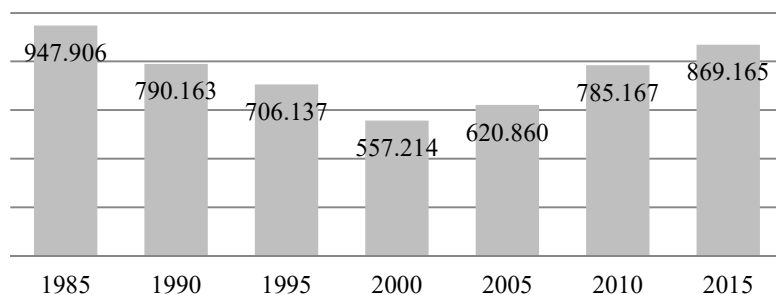
O setor passou por profundas transformações a partir de 1988, pela iniciativa do Banco Central em autorizar a criação dos bancos múltiplos e a permissão para criação de novas instituições. (CERQUEIRA e AMORIM, 1998).

Até o início dos anos 1990, o número de instituições bancárias se ampliou significativamente e muitas puderam atuar de forma mais ampla, com carteiras comerciais, de investimento e de habitação, por exemplo.

A partir dos primeiros anos dos anos 1990, o setor passou a dar sinais de uma crise sistêmica que se aprofundou de forma significativa a partir da introdução do Plano Real em 1994. Contudo, esta crise não atingiu instituições mais sólidas, que puderam se consolidar no mercado com a aquisição de instituições em dificuldades, ou por simples ganho de *market share*.

Já nos primeiros anos do século XXI se iniciou um novo ciclo expansionista. O gráfico abaixo apresenta esse movimento de retração e expansão que marca o movimento dos últimos trinta anos.

Gráfico 7 – Brasil – empregos em instituições financeiras (1985 a 2015)



Fonte: RAIS/MTE¹⁹

¹⁹ Disponível em:

<https://caged.maisemprego.mte.gov.br/portalcaged/paginas/home/home.xhtml>

Com a estabilização monetária promovida pelo Plano Real, o setor financeiro sofreu grandes transformações. Grande parte dos resultados dos bancos na época, os chamados de “ganhos inflacionários” deixaram de existir, corporações estrangeiras passaram a atuar de forma mais proeminente e muitos bancos públicos foram privatizados. Em um movimento típico desta época as instituições financeiras passaram a operar com maior liberdade, aumentando, por exemplo, as rendas provenientes de tarifas bancárias.

Concomitante à abertura comercial – e beneficiadas pela taxa de câmbio sobrevalorizada – ampliou-se a importação de equipamentos eletrônicos como microcomputadores e outras soluções tecnológicas, possibilitando a estas instituições uma profunda automatização das suas operações. O foco destes investimentos era, por um lado, aumentar a produtividade do trabalho humano, refletido num maior número de operações por empregado; por outro lado, os investimentos buscavam a redução de custos através de canais alternativos aos clientes, como as máquinas de autoatendimento que se popularizaram nesta época. (SANCHES, 2006)

Para Paula e Marques (2006), a consolidação bancária no Brasil foi influenciada por quatro fatores: i) estabilização de preços após o Plano Real (1994); ii) Privatização de Bancos estaduais; iii) Abertura ao capital estrangeiro; iv) Adequação aos Acordos de Basiléia.

No primeiro caso, os ganhos de *float* representavam 38,5% dos ganhos dos bancos entre 1990 e 1993, já em 1995 estes ganhos caíram para próximo de zero. No segundo caso, no âmbito do PROES, iniciado em 1996, 28 dos 35 bancos estaduais existentes na época foram extintos, privatizados, federalizados ou reestruturados.

Além da estabilização, Werneck (2014) chama atenção para o aumento das taxas de inadimplência neste primeiro momento, advindas da contração da atividade econômica e do elevado grau de endividamento das famílias e empresas.

Desta forma, nem todas as instituições conseguiram se adaptar com a velocidade que as transformações estavam ocorrendo, o que resultou na insolvência de uma série de bancos a partir de 1995. Com recursos do Governo Federal e a entrada do capital estrangeiro, muitas foram salvas. Outra característica neste sentido foi a intensificação dos processos de fusões e aquisições, resultando em maior concentração bancária.

Desde o fim do governo Itamar Franco (1992-1993), o Banco Central do Brasil (BCB) foi obrigado a intervir em algumas instituições financeiras em dificuldades, começando pelo maior banco estadual na época, o Banespa. Outra crise foi iniciada coma intervenção no banco

Econômico, 22º banco sob intervenção/liquidação em menos de um ano desde a implantação do Plano Real, ficando claro que muitas outras importantes instituições passariam por problemas.

Desta forma, em novembro de 1995, o governo federal lançou um programa de salvamento ao sistema financeiro, através da medida provisória nº 1.179 e da resolução nº 2.208, chamado Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). Segundo registro do BCB (1995), o programa:

[...] veio para ordenar a fusão e incorporação de bancos a partir de regras ditas pelo Banco Central. [...] Caso venha a ser detectada uma situação de insuficiência patrimonial ou financeira, o Banco Central poderá determinar a capitalização da empresa financeira, no valor definido como necessário para o seu soerguimento; a transferência do controle acionário, ou a fusão, incorporação ou cisão” (BCB, 1995)

Em síntese, o PROER emprestava dinheiro público a empresas nacionais ou estrangeiras que quisessem comprar ou incorporar instituições problemáticas, incluindo facilidades regulatórias e manobras fiscais benéficas aos compradores e vendedores. Pelo menos R\$ 20,4 bilhões de Reais foram emprestados no âmbito do programa com o objetivo de apoiar sete fusões ou aquisições entre 1995 e 1999 (SENADO FEDERAL, 1999). Outros valores foram emprestados para aumento das reservas de algumas instituições e, ademais, foi criado o Fundo Garantidor de Crédito com valor inicial de R\$ 20 mil assegurados para todos os depositantes do sistema. Segundo levantamento do Senado Federal (1999), até 1999, o PROER demandou R\$ 37,7 bilhões de Reais.

No que diz respeito à entrada de capital estrangeiro no sistema financeiro, ocorreu em um primeiro momento – a partir de uma liberalização patrocinada pelo Governo Federal em 1995 – uma forte entrada de bancos estrangeiros. Mais tarde alguns acabaram vendendo suas unidades a bancos nacionais. Atualmente, dentre os cinco bancos com maior relevância comercial no Brasil²⁰, um é estrangeiro, representando 11,7% do total dos ativos somados destas instituições em junho de 2016 (BACEN, 2016). No total do setor financeiro, no mesmo período, para um ativo de 8,3 trilhões de Reais, os bancos públicos representaram 45,76% deste total, os privados nacionais 38,19% e os estrangeiros 16,05%. Para efeitos de comparação, em 1999 entre os 50

²⁰ Banco do Brasil, Itaú, Caixa Econômica Federal, Bradesco e Santander, em ordem de volume de ativos (BCB, 2017)

maiores bancos comerciais em ativos, 27 foram classificados como privado de controle estrangeiro ou privado de participação estrangeira, representando 30% de um ativo de R\$698 bilhões.

Em relação à implementação das recomendações dos acordos de Basileia, este processo ocorreu sob a coordenação do Banco Central do Brasil (BACEN) entre 1994 e 2001, possibilitando a adequação entre patrimônio e grau de risco das operações bancárias (FERREIRA, 2013). Segundo dados do BACEN, pelo menos desde 2000 os bancos brasileiros mantêm índice de capital acima do mínimo regulatório de 11% estipulado pelo BACEN, chegando a uma média superior a 17% entre 2003 e 2013. Isto indica que os bancos necessitaram se capitalizar, ou seja, manter ao menos 11% de patrimônio líquido sobre o total do ativo. Ademais, este patrimônio líquido deveria manter uma relação de no máximo 70% sobre o ativo permanente imobilizado em 1999, caindo para 50% em dezembro de 2002. Isto fez com que muitas instituições necessitassem aumentar a liquidez do seu patrimônio, desfazendo-se, por exemplo, de bens imóveis como edifícios de agências, os quais passaram a ser majoritariamente alugados e equipamentos passaram a ser adquiridos sob contratos de *leasing*.

Desta forma, a combinação de estabilização monetária (redução dos ganhos de *float*), contração do crédito (crise, inadimplência e falências) e automação das operações (liberalização comercial, câmbio supervalorizado e novas tecnologias), levou a uma rápida queda do número de empregados no setor financeiro brasileiro até 2000, chegando a quase metade do estoque em 1985, conforme dados apresentados no gráfico 7.

Outro fator relacionado às causas desta rápida redução foram terceirizações, que se intensificaram nos anos 1990. Dados apresentados por Sanches (2006) mostram o crescimento das despesas das instituições financeiras com terceiros, de 6% do total em 1990 para 10% em 1995 e a expansão de 293% nas despesas com serviços de terceiros entre 1999 e 2005 entre os quatro maiores bancos privados²¹ e o Banco do Brasil.

Como vimos anteriormente, o ano de 2003 inaugura um novo ciclo de expansão na economia brasileira, favorecendo a consolidação do novo desenho do setor financeiro. Os dados da expansão do crédito que passou de 21,8% do PIB em 2003, para 34,7% em 2007 e 54,3% em 2015, e o crescimento do endividamento das famílias, de aproximadamente 15% do estoque da massa salarial em 2005 para cerca de 47% em fevereiro de 2015 evidenciam que o setor financeiro ganhou novo fôlego após um

²¹ Itaú, Bradesco e Santander

período de relativa crise nos anos 1990. Somado às iniciativas de reestruturação e redução de custos e uma política econômica de juros reais elevados, o tamanho e os lucros das instituições financeiras puderam se expandir com rapidez.

A fim de vislumbrar este movimento geral do setor bancário, buscamos os dados do balanço financeiro do Banco do Brasil S.A. Este banco obteve fortes prejuízos em 1995 e 1996, e passou a registrar resultados positivos a partir de então. Em relação aos gastos com pessoal, percebe-se uma redução considerável entre 1995 e 1999, e um aumento a partir do ano 2000, porém, percebe-se que este aumento manteve uma tendência de redução da proporção dos gastos em relação ao lucro. Enquanto os lucros cresceram quase 15 vezes entre 2000 e 2015, os gastos com pessoal não chegam a ser 4 vezes maiores.

Tabela 1 – Banco do Brasil S.A. – Resultado líquido e despesas com pessoal (1995 a 2015 – em milhões de Reais)

ANO	RESULTADO LÍQUIDO (RL)	DESPESAS PESSOAL (DP)	PROPORÇÃO (DP/RL)
1995	-5.004.737	-7.950.704	-
1996	-8.678.543	-7.184.471	-
1997	362.489	-16.392.024	45,221
1998	859.229	-5.973.788	6,952
1999	843.050	-5.011.755	5,945
2000	974.211	-5.598.586	5,747
2001	1.081.952	-5.544.794	5,125
2002	2.027.676	-5.505.293	2,715
2003	2.380.982	-6.759.441	2,839
2004	3.024.006	-7.031.817	2,325
2005	4.153.602	-7.395.465	1,780
2006	6.043.777	-7.793.312	1,289
2007	5.058.119	-9.085.899	1,796
2008	8.802.869	-8.580.242	0,975
2009	13.479.390	-12.815.618	0,951
2010	11.330.345	-14.634.468	1,292
2011	12.736.912	-16.634.088	1,306
2012	11.438.200	-17.782.767	1,555
2013	11.288.834	-18.818.787	1,667
2014	13.343.496	-18.862.738	1,414
2015	15.798.039	-21.329.593	1,350

Fonte: B3 (através do software *Econômica*)

Por fim, destaca-se o tema da concentração bancária, que ganha força a partir dos anos 1990. Em 2005 existiam 185 bancos comerciais no Brasil, já em fevereiro de 2016 eram 173, dos quais 65% têm sua sede no Estado de São Paulo, ou 92% em estados do Sudeste e Sul (FEBRABAN, 2015).

3.2 A INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO FRENTE AS TRANSFORMAÇÕES MACROECONÔMICAS DE 1995 A 2015.

O parque industrial brasileiro em 1995 era marcado pela estrutura herdada da chamada “industrialização por substituição de importações (1930-1980), porém já imerso em mudanças estruturais provocadas pelas políticas liberalizantes iniciadas nos anos 1980 com redução de tarifas alfandegárias e privatizações. As novidades em 1995 eram, portanto, a estabilização monetária e a sobrevalorização cambial, o que intensificava o processo de reestruturação produtiva.

Sobre estas transformações do final dos anos 1980 até 1995, Moreira (1996) evidencia um forte crescimento dos setores intensivos em recursos naturais, como abate de aves, celulose, açúcar e bebidas e queda nos demais setores intensivos em capital e tecnologia, à exceção da indústria farmacêutica e automobilística, entre outras, que mostraram crescimento na sua participação no valor agregado.

Como legado da então recente crise da dívida externa, este parque industrial não havia se inserido de forma eficaz na terceira revolução industrial que possibilitara grande expansão da produtividade a nível global (POCHMANN, 2016). De forma semelhante, Suzigan (1992) afirma que na indústria brasileira não ocorreu a consolidação das tendências a introdução de inovações tecnológicas, gerenciais e organizacionais tal como ocorria nas principais economias, postergando tais ajustes para os anos 1990. Isto ajuda a explicar a decadência dos setores mais intensivos em capital que, com a abertura econômica, não puderam competir com os produtos estrangeiros. Contudo, Moreira (1996) viu nesse processo um aumento expressivo da produtividade na indústria, e uma redução do custo do investimento, uma vez que se poderiam obter máquinas e equipamentos mais modernos e eficientes a menor custo. Segundo Bonelli (1998), o pano de fundo das estratégias empresariais nos anos 1990 foram condicionadas por mudanças estruturais, como

Redução do papel direto do Estado como produtor;
nova política de comércio exterior, com a abertura

da economia; mudanças na política industrial, com a desativação de diversos esquemas de proteção e instrumentos adotados no passado; novo papel da política cambial na fase de estabilização [...]; o efeito da estabilização sobre a demanda do setor produtivo [...]; a privatização das empresas nos três níveis de governo; um contexto internacional crescentemente globalizado no que diz respeito aos fluxos de capitais [...].

Segundo Pochmann (2016), o processo da industrialização brasileira estava apoiado na capacidade de coordenação do Estado. Com a crise da dívida nos anos 1980, no entanto, esta capacidade ficou estrangulada, especialmente em função da rápida absorção de dívida externa provada pelo Estado, no escopo das políticas econômicas da época.

Além disso, o próprio financiamento via capitais estrangeiros estava comprometido, restando como última saída os acordos com o Fundo Monetário Internacional, sendo uma das diretrizes a reorientação da indústria brasileira para o mercado externo, incrementando exportações por um lado e desincentivando importações por outro. Tal política logrou relativo sucesso nos seus objetivos de gerar acúmulo estrutural de divisas, porém acabou tornando a economia brasileira ainda mais fechada e resultou no distanciamento dos processos de inovação e modernização em curso nas novas economias industriais em expansão, como Japão e Coreia do Sul. Em meados da década, o Brasil ainda ingressaria na fase das altas taxas inflacionárias que tomariam para si grande parte da atenção das políticas econômicas.

Diante de tal perda da capacidade de intervenção do Estado, passava a ganhar coro entre o empresariado a ideia de reduzir a participação do Estado na Economia, sobretudo a partir de privatizações e abertura econômica. No entanto, segundo Pochmann (2016), tal inclinação no sentido neoliberal acabou por privatizar parte da economia brasileira sem que isso lograsse avanços no padrão de competitividade global.

Conforme discutido na seção sobre o Plano Real, a estabilização monetária foi lograda com sobrevalorização cambial, abertura econômica e aumento das taxas de juros. Para uma indústria enfraquecida pelos anos de crise na década anterior e que não havia conseguido se modernizar no escopo da globalização e da terceira revolução industrial, a nova política econômica se mostrou ainda mais nociva, gerando encolhimento em

diversos setores e uma maior internacionalização da economia. Outro fator foi a crescente dependência dos capitais estrangeiros como forma de financiar o déficit em transações correntes, o que acarretou na também crescente presença do capital estrangeiro na economia brasileira.

Segundo Bonelli (1998), durante os anos 1990, houveram alguns setores que conseguiram tirar proveito da nova conjuntura macroeconômica, introduzindo inovações e incorporando componentes importados, como o caso das indústrias de material elétrico e transporte, além de alguns bens de consumo duráveis. Já setores como têxtil, vestuário e calçados, não conseguiram concorrer com os importados, levando a uma crise nestes setores. Assim, para este autor, a exposição da produção doméstica a competição externa redesenhou o mapa da indústria brasileira, seja pela perda de espaço no mercado em alguns casos, seja pelo expressivo aumento da penetração de componentes importados em outros.

Este “mapa da indústria” foi redesenhado não somente no escopo da produção, mas também na forma de interação deste setor com os demais agentes do mercado. Neste sentido e que se insere as reestruturações societárias (fusões e aquisições) e a entrada de novos atores, em especial estrangeiros. O quadro 4 apresenta na ordem de valor das vendas os principais setores da indústria da transformação em três períodos, 2001, 2007 e 2015.

Tabela 2 – Principais setores da indústria de transformação brasileira em valor das vendas (2001, 2007 e 2015)

(Continua)

2015		2007		2001	
Fabricação de produtos do refino de petróleo	193.682.716	Fabricação de produtos do refino de petróleo	114.042.425	Fabricação de produtos do refino de petróleo	46.933.784
Fabricação de automóveis, camionetas e utilitários	97.750.484	Fabricação de automóveis, camionetas e utilitários	68.090.783	Fabricação de automóveis, camionetas e utilitários	26.629.058
Abate de suínos, aves e outros pequenos animais	82.876.723	Abate de suínos, aves e outros pequenos animais	31.782.972	Abate de reses, preparação de produtos de carne	11.627.131
Abate de reses, exceto suínos	75.948.537	Produção de laminados planos de aço	28.764.897	Fabricação de medicamentos para uso humano	9.194.980
Fabricação de óleos vegetais em bruto, exceto óleo de milho	45.732.685	Fabricação de caminhões e ônibus	25.284.298	Produção de laminados planos de aço	9.162.441
Fabricação de álcool	45.368.539	Abate de reses, exceto suínos	23.883.330	Fabricação de resinas termoplásticas	9.049.301
Fabricação de adubos e fertilizantes	37.167.610	Fabricação de resinas termoplásticas	19.956.056	Usinas de açúcar	8.809.545
Fabricação de refrigerantes e de outras bebidas não alcoólicas	37.043.301	Fabricação de medicamentos para uso humano	19.551.284	Fabricação de equipamentos de rádio e televisão e para estações telefônicas	7.791.247
Fabricação de açúcar em bruto	36.687.669	Produção de semiacabados de aço	19.307.515	Produção de óleos vegetais em bruto	7.773.044
Fabricação de medicamentos para uso humano	33.367.079	Metalurgia do alumínio e suas ligas	19.210.044	Abate de aves e outros pequenos animais e preparação de produtos de carne	7.632.313
Fabricação de laticínios	32.471.495	Fabricação de peças e acessórios para veículos automotores não especificados anteriormente	18.929.078	Fabricação de caminhões e ônibus	7.226.801
Fabricação de malte, cervejas e chopes	31.542.111	Fabricação de óleos vegetais em bruto, exceto óleo de milho	18.422.729	Fabricação de papel	7.182.074
Fabricação de alimentos para animais	31.253.391	Fabricação de adubos e fertilizantes	17.345.847	Produção de ferro, aço e ferro-ligas em formas primárias e semiacabados	7.145.390
Metalurgia do alumínio e suas ligas	30.917.099	Produção de laminados longos de aço	17.098.850	Metalurgia do alumínio e suas ligas	7.069.905
Fabricação de resinas termoplásticas	29.866.169	Fabricação de álcool	17.072.187	Produção de álcool	6.995.824
Produção de laminados planos de aço	28.782.859	Fabricação de alimentos para animais	16.870.791	Fabricação de malte, cervejas e chopes	6.896.015
Confecção de peças do vestuário, exceto roupas íntimas	26.914.971	Fabricação de malte, cervejas e chopes	15.266.425	Construção e montagem de aeronaves	6.826.801

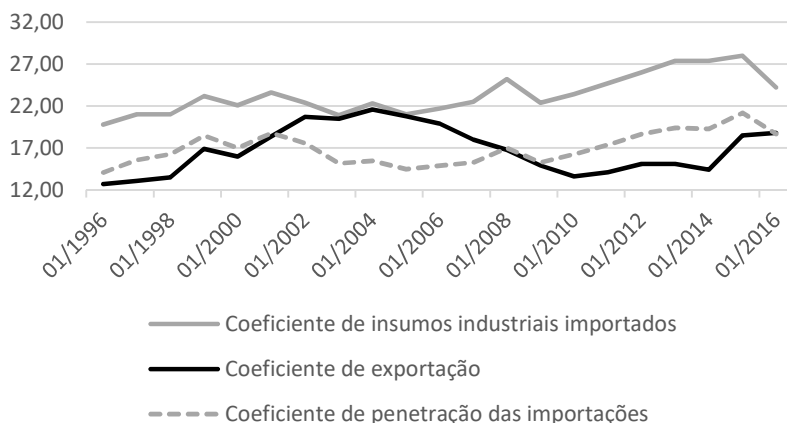
Tabela 3 – Principais setores da indústria de transformação brasileira em valor das vendas (2001, 2007 e 2015)

(Conclusão)					
2015		2007		2001	
Fabricação de peças e acessórios para veículos automotores não especificados anteriormente	25.390.284	Fabricação de refrigerantes e de outras bebidas não-alcoólicas	15.264.709	Fabricação de refrigerantes e refrescos	6.693.133
Fabricação de embalagens de material plástico	24.800.676	Fabricação de açúcar em bruto	14.998.731	Produção de laminados não-planos de aço	6.232.795
Fabricação de geradores, transformadores e motores elétricos	23.709.650	Fabricação de laticínios	14.164.846	Fabricação de aparelhos telefônicos, sistemas de intercomunicação e semelhantes	6.063.341

Fonte: Elaborada pelo autor, dados da PIM-IBGE

O gráfico seguinte mostra como a penetração das importações e a presença de insumos importados crescem de forma acelerada a partir de 1996, e voltam a cair com a desvalorização de janeiro de 1999 e nos anos que se seguem. Já as exportações da indústria de transformação têm um período de crescimento que encontra seu ápice em 2004.

Gráfico 8 - Coeficientes de Abertura Comercial na Indústria de Transformação Brasileira – Preços Correntes – 1996 A 2016



Fonte: Confederação Nacional da Indústria²²

A produção doméstica total, no entanto, teve um tímido crescimento médio de 1,17% ao ano entre 1996 e o final de 2002. Naquele mesmo ano cresceu quase 4% e manteve um ritmo bastante intenso de crescimento até 2011, ainda que com uma forte retração em 2009 pelos desdobramentos da crise global. Entre 2003 e 2008 a indústria de transformação cresce a uma média de 3,77% na esteira do crescimento do consumo das famílias, ou seja, um crescimento majoritariamente voltado ao mercado interno. Este ritmo de crescimento tenta ensaiar uma recuperação nos anos seguintes a crise, porém já em 2012 começa a ser afetada pela redução no ritmo de crescimento da economia brasileira, cada vez mais envolta a um cenário de incertezas que viria a se consumir nos anos seguintes com a maior recessão da história brasileira a partir de 2015.

²² Este e os demais dados da CNI foram obtidos em: <http://www.portaldaindustria.com.br/cni/estatisticas/>

Quadro 5 – Taxa média real de crescimento do produto interno bruto e do produto da indústria de transformação brasileira (1996 a 2015) – ref. 2010.

ANO	PIB - I.T. (% a.a.)	TAXA MEDIA	PIB (% a.a.)	TAXA MEDIA
1996	0,97	1,17	2,21	2,18
1997	4,37		3,39	
1998	-2,09		0,34	
1999	-2,61		0,47	
2000	4,41		4,39	
2001	-0,64		1,39	
2002	3,8		3,05	
2003	0,1	3,77	1,14	4,20
2004	8,21		5,76	
2005	1,99		3,2	
2006	2,01		3,96	
2007	6,21		6,07	
2008	4,1		5,09	
2009	-4,7	0,54	-0,13	1,86
2010	10,2		7,53	
2011	4,11		3,97	
2012	-0,72		1,92	
2013	2,17		3	
2014	-1,51		0,5	
2015	-5,76		-3,77	

Fonte: elaboração própria a partir de dados do IBGE.

Entre 1996 e 2015 se observa que o produto da indústria de transformação em média cresceu aquém do restante da economia, o que indica um ganho de relevância dos demais setores, como serviços, agropecuária e extrativismo. Ao dividir estes 20 anos em três períodos, ou seja, 1996 a 2001, 2003 a 2008 e 2009 a 2015, percebe-se que em ambos a indústria de transformação perdeu relevância em relação ao restante da economia, especialmente no último período.

Este ritmo mais lento permite indicar, para alguns autores, um fenômeno de desindustrialização na economia brasileira. A despeito deste

fenômeno ocorrer em muitos lugares, aqui estaria ocorrendo na esteira de outro processo, a saber, a reprimarização.

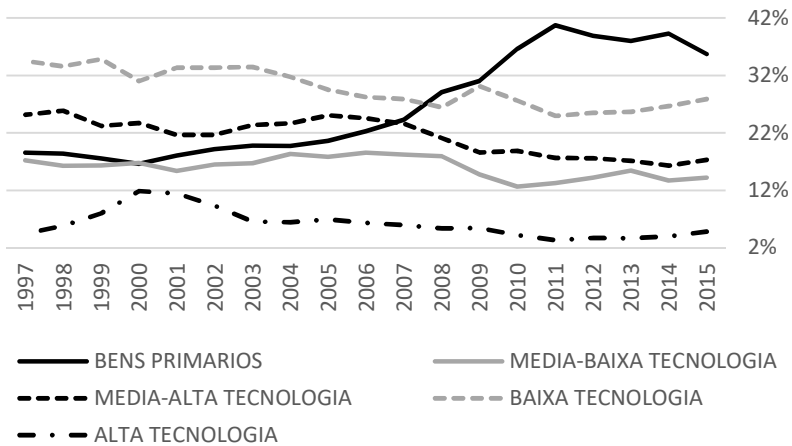
Autores como Oreiro e Feijó (2010), sugerem que a economia brasileira sofre da chamada “doença holandesa”, ou seja, um processo no qual a concentração da pauta exportadora em commodities primárias leva a uma apreciação estrutural da taxa de câmbio em um patamar no qual a indústria de transformação passa a ser menos competitiva que outros países onde esse mecanismo não existe, diga-se, aqueles países com déficit na importação destes bens primários.

Neste mesmo debate sobre a existência de desindustrialização na economia brasileira, Nassif (2008), considera que a perda de participação da indústria no PIB é um fator mais fortemente relacionado a segunda metade dos anos 1980 do que após a liberalização comercial dos anos 1990. Para o autor, um dos principais fatores do baixo crescimento industrial desde aqueles anos foi o comportamento instável das taxas de produtividade no setor. Em termos gerais, o autor não considera que houve desindustrialização no Brasil entre 1990 e 2008. Entretanto, o autor considerou haver riscos a longo prazo se mantida a recorrente sobrevalorização do Real frente ao Dólar americano, transformando a desindustrialização em um fenômeno real.

Efetivamente, o período após 2003 é marcado pela contínua valorização do Real, e ainda mais fortemente após 2009, como vimos na seção anterior. Também é verdade que os déficits comerciais na área de produtos manufaturados mais intensivos em tecnologia cresceram rapidamente, indicando uma incapacidade da indústria nacional em concorrer com os produtores estrangeiros em um cenário de expansão do consumo.

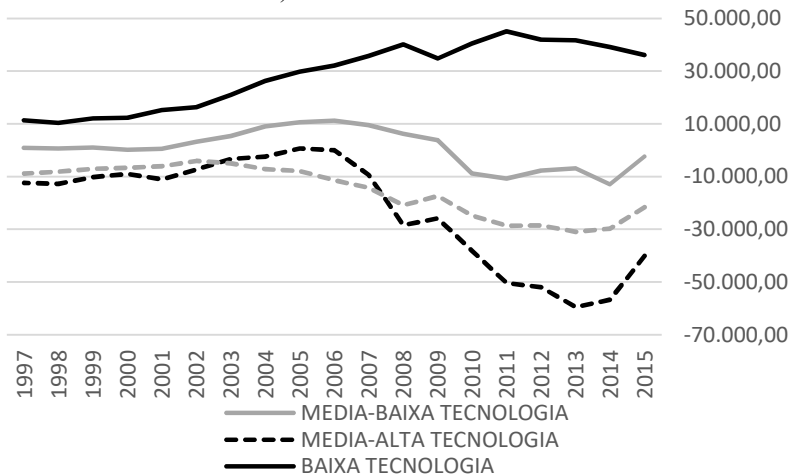
Sobretudo com o ciclo de expansão dos preços das commodities, a pauta exportadora brasileira se primariza com bastante rapidez. Os bens primários e pouco intensivos em tecnologia que em 2002 representavam 53% das exportações – o mesmo que em 1997 – passam a representar 64% em 2015. Por outro lado, as mercadorias de média e alta tecnologia chegam a atingir déficit de US\$ 99 bilhões em 2014 – mais que o dobro de 2008 – e representaram quase 77% do valor das importações de bens naquele mesmo ano, conforme se verifica nos gráficos 9 e 10.

Gráfico 9 – Brasil - pauta exportadora (1997 a 2015)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços.²³

Gráfico 10 – Brasil – saldo comercial segundo a classificação dos bens (em milhões de US\$ - 1997 a 2015)



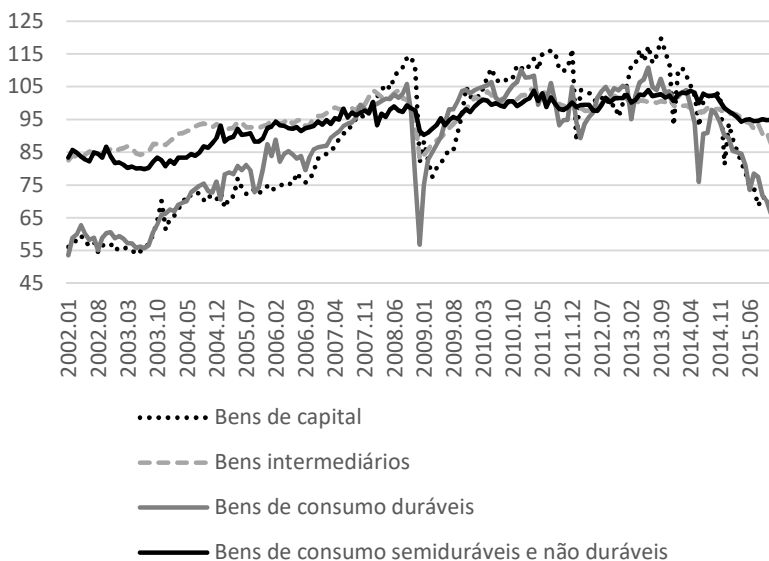
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços.

²³ Este e os demais dados do MDIC foram obtidos em: <http://www.mdic.gov.br/index.php/balanca-comercial>

É evidente que o câmbio e a concorrência externa são apenas parte da explicação das dificuldades da indústria de transformação brasileira. ERBER (2000) cita, por exemplo, o agravante do baixo investimento em pesquisa e desenvolvimento – e também a presença estrangeira cujas pesquisas são majoritariamente desenvolvidas em suas matrizes no exterior – o que acaba inviabilizando atividades industriais que exigem constante inovação.

De qualquer forma, no período de 2002 a 2007 a produção industrial cresce de forma expressiva, sobretudo no que se refere aos bens de consumo duráveis e bens de capital, conforme se observa no gráfico 11, indicando uma contratendência ao fenômeno da desindustrialização, ainda que esta indústria tivesse crescido, como vimos, a taxas menores do que o restante da economia brasileira.

Gráfico 11 – Produção física industrial, por grandes categorias econômicas (Índice de base fixa com ajuste sazonal (Base: média de 2012 = 100), janeiro de 2002 a dezembro de 2015).

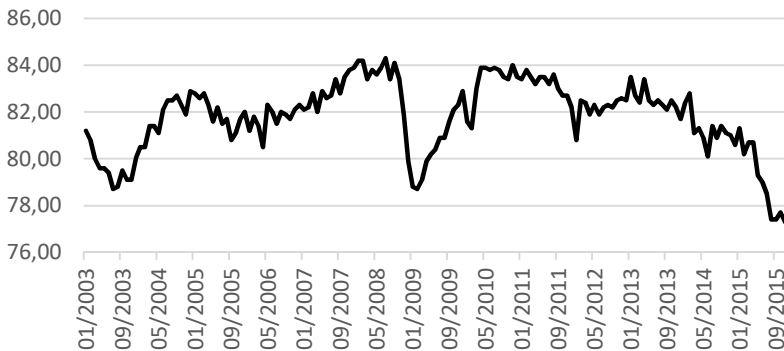


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE/PIM

Após a crise global de 2008, no entanto, os dados da produção física parecem apontar uma certa estabilidade, ou seja, permanecem as

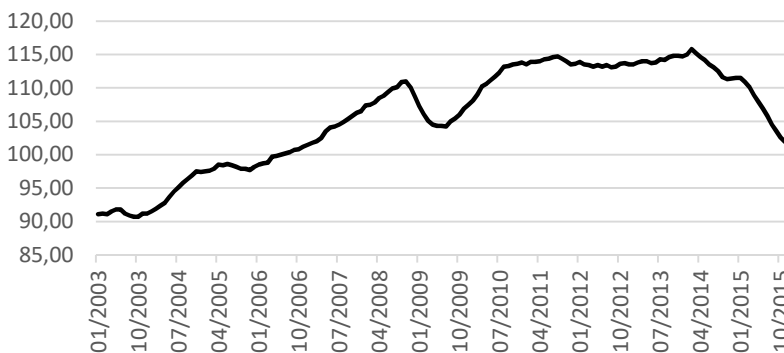
vendas, mas não houveram fatores que fossem promover um novo ciclo de crescimento. Na verdade, se verificado os dados no que se referem a utilização da capacidade instalada e ao emprego é visível uma tendência a formação de estoques, ou seja, as empresas passaram a não utilizar toda sua capacidade (Gráfico 12) e pararam de contratar (Gráfico 13). Como consequência, também o investimento em novas instalações e modernização foram reduzidos.

Gráfico 12 – Utilização da capacidade instalada na Indústria de Transformação Brasileira – 2003 a 2015



Fonte: Confederação Nacional da Indústria.

Gráfico 13 – Emprego na Indústria de Transformação Brasileira – 2003 a 2015 – Índice de Base Fixa 06/2006=100



Fonte: Confederação Nacional da Indústria

Assim, após um período de rápido crescimento no nível de emprego neste setor entre 2003 e 2011, este nível praticamente estaciona

a partir daí até 2014, revelando uma dificuldade frente um momento de dificuldade na retomada do crescimento de toda economia brasileira. A partir da metade final de 2014, como se pode perceber, ocorre uma forte queda nesta variável, indicando o início da recessão. Desta forma, fica evidente que, a despeito da taxa de câmbio, a demanda doméstica parece influenciar mais fortemente o nível de produção neste setor.

Ao analisar o tema da desindustrialização sob o fenômeno da “doença holandesa”, Oreiro e Feijó (2010) consideram que este fenômeno está associado a déficits comerciais crescentes neste conjunto de bens e superávit naqueles setores não-industriais. Assim, os autores estão sugerindo que deveríamos olhar para além da evolução do produto industrial percebendo dinâmicas como a perda de relevância da produção local nas vendas. O gráfico 8 e 9 nos dão algumas ponderações neste sentido, como o avanço da penetração dos importados nas vendas de mercadorias de transformação industrial e a evolução desproporcional da exportação de bens primários.

4. RELAÇÕES ENTRE O CAPITAL FINANCEIRO E A INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA – RESULTADOS

A presença de instituições do setor financeiro na composição acionária de outros setores da atividade econômica, conforme discutido, está centrada na disponibilidade de capital desse setor, seja pelo seu acúmulo de capital próprio, seja pelos mecanismos de intermediação financeira. Isso define a capacidade de obter recursos de toda a sociedade e canalizá-los para ativos diversos visando a ampliação da rentabilidade.

Também já se discutiu anteriormente que essas relações ocorrem de duas maneiras principais: por um lado, por meio da participação direta no capital, cuja obtenção de remuneração decorre das distribuições de lucros e da valorização das cotas de capital explicitadas pelas ações. De outro lado, essas relações ocorrem por meio da concessão das diferentes formas de crédito.

No caso relativo à participação acionária, os resultados serão discutidos na seção 4.1. Já a seção 4.2 apresenta os resultados da estrutura de capital. Em ambos os casos, buscou-se evidenciar as alterações que ocorrem no período entre 1996 e 2015, considerando-se a disponibilidade de dados e informações.

4.1 PARTICIPACAO ACIONARIA

Neste estudo foi analisada a composição acionária de 35 empresas do ramo da indústria de transformação listadas no índice industrial da Bolsa de Valores de São Paulo, atual B3, e descritas na seção de metodologia.

Através do software *Econômica* foram buscados os dados financeiros que descrevem os principais acionistas de cada uma das empresas em análise, ou seja, aqueles que a base de dados identifica nominalmente e, em seguida, estes acionistas foram classificados como pertencentes ou não ao setor financeiro, constituindo fração orgânica do capital financeiro.

Vale ressaltar que os números apresentados dizem respeito àqueles sócios cuja participação é suficientemente relevante para constarem na base de dados divulgada pela B3, o que significa dizer que o percentual provavelmente seja maior do que o apresentado caso fossem considerados os sócios minoritários, que podem ser pessoas físicas, empresas ou fundos que adquirem ações nos pregões da Bolsa de Valores. Como esses agentes não são listados nominalmente pela base de dados, não é possível

identificar a participação exata dos mesmos. No entanto, o fato de um agente ser listado nominalmente indica que, provavelmente, ele tenha uma influência relevante nos processos decisórios da empresa.

A classificação destes agentes como oriundos ou não do setor financeiro foi realizada a partir de critérios subjetivos, uma vez que foi necessário analisar cada caso em particular. Assim, para cada acionista jurídico listado, buscou-se identificar a sua origem e finalidades a partir das informações disponíveis em sites na internet. Nos casos em que o acionista ser alguma empresa de investimentos oriunda da família controladora do negócio em questão, ou então que aplica seus fundos quase exclusivamente naquela empresa específica, optou-se por não classificar-lo como organização do sistema financeiro, ainda que essas *holdings* e fundos pudessem receber tal classificação, isto porque o objetivo do estudo é demonstrar a penetração do setor financeiro neste ramo empresarial, e não o movimento oposto.

Tomando em conta estas premissas, o quadro 6 apresenta os resultados detalhados da participação do setor financeiro, em três períodos distintos, como percentual do capital da empresa.

Quadro 6 – Participação do setor financeiro no capital das empresas selecionadas.
(continua)

AMBEV	0,0%	1999	0,0%	2005	0,0%	2015
ALPARGATAS	30,1%	1998	26,0%	2005	8,0%	2015
MINERVA	-	-	10,4%	2007	6,2%	2015
BRF	62,6%	1998	51,7%	2005	41,4%	2015
BRASKEN	8,6%	1998	0,0%	2005	5,0%	2015
CSN	50,4%	1998	6,6%	2005	0,0%	2015
DURATEX	-	-	0,0%	2008	44,2%	2015
EMBRAER	-	-	72,7%	2006	38,5%	2015
FERBASA	0,0%	1998	0,0%	2005	6,4%	2015
FIBRIA	0,0%	1998	0,0%	2005	29,1%	2015
GERDAU	3,2%	1998	0,0%	2005	5,4%	2015
MET. GERDAU	4,0%	1998	2,2%	2005	12,1%	2015
GRENDENE	0,0%	1998	0,0%	2005	0,0%	2015
HERING	19,0%	1999	9,7%	2005	38,0%	2015
HYPERMARCAS	-	-	0,0%	2007	14,6%	2015
JBS	-	-	21,1%	2007	34,5%	2015

Quadro 7 – Participação do setor financeiro no capital das empresas selecionadas.
(conclusão)

KLABIN	58,6%	1997	0,0%	2005	18,0%	2015
METAL LEVE	2,4%	1999	6,7%	2005	0,0%	2015
MAGNESITA	-	-	21,0%	2007	17,3%	2015
M. DIAS BRANCO	-	-	0,0%	2006	0,0%	2015
MARFRIG	-	-	4,8%	2007	37,4%	2015
IOCHPE MAXION	0,0%	1998	40,7%	2005	31,6%	2015
NATURA	-	-	0,0%	2004	4,9%	2015
PARANAPANEMA	59,9%	1998	86,0%	2005	67,1%	2015
MARCOPOLO	14,4%	1998	18,8%	2005	25,6%	2015
POSITIVO	-	-	0,0%	2006	0,0%	2015
PORTOBELLO	24,3%	1998	13,3%	2006	15,3%	2015
RANDON	11,0%	1998	11,0%	2005	12,8%	2015
RECRUSUL	8,4%	1998	10,8%	2005	0,0%	2015
SAO MARTINHO	0,0%	1998	0,0%	2005	0,0%	2015
SUZANO	16,6%	1998	2,8%	2005	7,8%	2015
TUPY	94,2%	1998	86,1%	2005	65,6%	2015
USIMINAS	10,1%	1997	14,6%	2005	24,6%	2015
VULCABRAS	0,0%	1998	0,0%	2007	14,0%	2015
WEG	0,0%	1998	4,8%	2005	0,0%	2015

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da B3.

Nota-se que no ano de 2015 a maioria das empresas analisadas – 26 das 35 – possuía em sua composição acionaria empresas do setor financeiro. Entretanto, ficou evidente que não havia homogeneidade no tamanho desta participação no referido ano, uma vez que a média ficou em 18% do capital, porém existindo casos em que a participação ficou acima de 65% e outros próximo a zero.

Os dados referentes ao ano de 2015 revelaram que 4 empresas – *BRF*, *Embraer*, *Paranapanema* e *Tupy* – detinham a totalidade de seu controle pertence a empresas do setor financeiro, indicando que não havia um controlador cuja origem estivesse intrinsecamente vinculada àqueles negócios. Na maioria das demais empresas observou-se que o controle era dividido também com sócios vinculados às atividades empresariais.

Em geral, notou-se que os sócios provenientes do setor financeiro possuem representantes indicados para os conselhos de administração, onde decisões estratégicas são tomadas. No entanto, verificou-se que quando existe divisão entre ações preferenciais e ordinárias, sendo que as primeiras não dão direito a voto, as empresas do setor financeiro não participam diretamente da gestão.

Dentre as empresas oriundas do setor financeiro, destacam-se os fundos de pensão, em especial aqueles originários das grandes estatais, bancos e fundos de investimento brasileiros e estrangeiros.

Um grande acionista neste conjunto de empresas é o BNDES Participações S.A., braço de participações do banco estatal, que detinha parcela de capital em 7 das empresas analisadas: *Brasken, Embraer, Fibria, JBS, Klabin, Marfrig e Suzano*. Além disso, verificou-se que antes de 2015 o BNDES Participações S.A já era acionista em mais cinco grandes empresas: *CSN, Gerdau, Paranapanema, Tupy e Usiminas*. Em 2015, mantinha 14,5% de participação média nas empresas em que investia.

Os fundos de pensão em conjunto também representavam uma participação de grande relevância nas empresas analisadas, com participação média de 19,6% do capital de 7 empresas.

Os dados com a evolução histórica referentes aos fundos de pensão e BNDES Participações são apresentados na tabela seguinte.

Quadro 8 – Participação relativa aos fundos de pensão e BNDES Participações S.A.

	Fundos de Pensão			BNDES		
	1998	2005	2015	1998	2005	2015
ALPARGATAS	10.1%	10.3%	-	-	-	-
BRF	52.2%	48.3%	25.9%	-	-	-
BRASKEN	8.7%	-	-	-	-	5.0%
CSN	20.1%	-	-	-	6.6%	-
DURATEX	-	-	-	-	-	-
EMBRAER	-	23.7%	5.8%	-	6.3%	5.4%
FIBRIA	-	-	-	-	-	29.1%
GERDAU	-	-	-	3.2%	-	-
HERING	19.0%	5.0%	-	-	-	-
HYPERMARCAS	-	-	-	-	-	-
JBS	-	-	-	-	12.9%	23.9%
KLABIN	29.9%	-	-	29.4%	-	5.2%
METAL LEVE	2.4%	-	-	-	-	-
MARFRIG	-	-	-	-	-	19.6%
IOCHPE MAXION	-	-	-	-	40.7%	6.8%
PARANAPANEMA	48.5%	60.4%	60.4%	-	-	-
MARCOPOLO	7.9%	5.8%	15.1%	-	-	-
PORTOBELLO	16.2%	-	-	-	-	-
RANDON	11.0%	11.0%	6.8%	-	-	-
SUZANO	-	-	-	12.9%	-	6.9%
TUPY	71.5%	65.4%	37,4%	14.7%	20.7%	28.2%
USIMINAS	-	6.6%	3.4%	-	-	-
WEGE	-	4.8%	-	-	-	-
MÉDIA	24.8%	24.1%	19.6%	15.1%	17.4%	14.5%

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da B3.

No entanto, os dados disponíveis não permitiram identificar uma tendência ao longo do tempo, seja de alta, de manutenção ou de baixa da participação do setor financeiro sobre a indústria de transformação brasileira. Para concluir algo nesta direção, seriam necessárias informações de todos os acionistas minoritários. Todavia, em alguns

casos é possível se observar uma redução no percentual de participação, mas que na verdade se trata de pulverização do capital no mercado e não propriamente uma menor participação do setor financeiro.

Com essas informações, portanto, buscou-se demonstrar o tamanho relativo da participação do setor financeiro na composição acionária das empresas do ramo da indústria da transformação, evidenciando que tal participação existe e é relevante no setor, uma vez que em alguns casos observou-se até mesmo o controle total da gestão.

4.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital de uma empresa consiste na composição de suas fontes de financiamento, ou seja, a opção entre financiar-se com capital próprio (patrimônio líquido) ou capital de terceiros (ASSAF NETO, 2012).

Esse autor considera que a forma majoritária de financiamento de uma empresa é uma decisão intrínseca a sua gestão, ainda que essa decisão devesse estar vinculada às relações de risco-retorno, uma vez que estas opções alteram o risco financeiro da empresa em questão.

Entre os anos de 1950 e 1960 existiu um debate divergente sobre a existência de uma estrutura de capital ótima com vista a maximizar o valor de uma empresa.

Historicamente, a despeito da importância da decisão de financiamento para a Teoria de Finanças, o consenso acerca da existência de uma estrutura de capital ótima para as empresas nunca foi atingido. Pioneiro nesta questão, Durand (1952, 1959) advogava a existência de tal estrutura. Já Modigliani e Miller (1958, 1959, 1963) defendiam que, observadas certas premissas simplificadoras, a forma como as empresas se financiam seria irrelevante. (PEROBELLI e FAMA, 2003).

A Teoria de Modigliani e Muller indicava a aceitação da tese de que qualquer capital deveria possuir o mesmo custo de oportunidade, ou seja, os próprios acionistas poderiam tomar emprestado ao mesmo custo que a empresa faria, e aumentar sua participação na empresa.

Entretanto, com o aprofundamento dos debates parece que se estabeleceu certo consenso de que diferentes ambientes e situações a que uma empresa está inserida podem influenciar a melhor escolha de estrutura de capital, tornando imprópria qualquer generalização neste sentido. Casos de tributação diferenciada para diferentes estruturas de

capital ou diferentes formas empresariais e dificuldades de solvência da empresa, por exemplo, são citados como fatores que podem tornar relevantes uma opção por maior ou menor endividamento (ASSAF NETO, 2012).

Já Jaffe, Ross e Westerfield (2012) argumentam que uma decisão de investimento será geradora de valor na medida em que a empresa esteja buscando i) suprir uma demanda não atendida pelo mercado; ii) criar uma barreira à concorrência em sua atividade; iii) poder ofertar a preços menores que seus concorrentes ou iv) ser pioneira em um novo produto.

Assim, os autores sugerem que em um ambiente de informações simétricas e expectativas racionais, a forma de se financiar não cria diferença no valor da empresa, dado que o custo de oportunidade do capital é o mesmo para qualquer uso.

A opção pelo uso de capital de terceiros decorre em função de diversas questões. A mais evidente é a não disponibilidade de recursos em caixa, mas também é possível que se deseje uma diversificação de portfólio como forma de mitigar riscos ou, ainda, a preferência pela liquidez para eventos emergenciais.

Na composição de capital de uma empresa, portanto, há uma relação de capital de terceiros em relação ao capital total, a qual se dá o nome de estrutura de capital.

Neste momento do trabalho, utiliza-se a estrutura de capital das empresas em análise como um segundo fator que auxilia a percepção sobre a presença do capital financeiro no âmbito da indústria de transformação brasileira, já que, capital de terceiros também pode ser conceitualmente entendido como endividamento. Pela ótica do crédito, no entanto, nota-se que a presença do setor financeiro se evidencia de maneira indireta, sem participação direta no processo decisório empresarial, exceto em casos específicos.

A partir de um estudo com empresas brasileiras listadas na bolsa de valores de São Paulo, de dezembro de 1995 a dezembro de 2000, Rocianoy e Schnorrenberger (2003) concluíram que estruturas de controle acionário influenciam diferentes decisões de estrutura de capital, sendo aquelas de controle mais concentrado menos suscetíveis a se financiarem com capital de terceiros.

Também por meio de análise de empresas listadas na Bolsa de valores de São Paulo, Mapuranga, Ponte e Oliveira (2013) sugerem uma correlação positiva entre práticas de governança corporativa e uma estrutura de capital mais alavancada.

Os dados trimestrais foram colhidos para 34²⁴ empresas presentes na amostra, a partir de demonstrações financeiras disponibilizadas pela Bolsa de Valores de São Paulo. A estrutura de capital adotada nesta abordagem é representada pela seguinte equação:

Quadro 9 – Equação de cálculo da estrutura de capital

$$\text{Estrutura Capital} = \frac{\text{dívida total bruta}}{(\text{dívida total bruta} + \text{patrimônio líquido})}$$

Tal equação apresenta uma relação que procura demonstrar a participação do endividamento para com t

erceiros. A diferença desta relação seria exatamente o patrimônio líquido, entendido como a dívida da empresa para com seus próprios acionistas. Assim, quanto maior a estrutura de capital, maior é a presença de capital de terceiros para financiar as empresas.

No Apêndice A deste trabalho, encontram-se as tabelas com os dados obtidos para cada uma das empresas analisadas. Tais informações estão agrupados trimestralmente, todavia nos anos em que os dados foram divulgados pelas empresas de forma anualizada, repetiu-se o valor para cada respectivo semestre, com o objetivo de se obter uma amostra homogênea.

Cabe observar que existe uma grande heterogeneidade de dados e informações, fazendo com que o desvio padrão variasse de 16,1 a 32,3 pontos percentuais, dependendo de cada trimestre. De alguma forma, esse comportamento já é uma evidência clara que indica a não existência de um padrão de decisão pelo maior ou menor uso de capital de terceiros.

A opção por maior ou menor endividamento leva em consideração uma série de fatores e está diretamente relacionada às decisões intrínsecas a administração da empresa em questão. Em relação às amostras utilizadas neste estudo, verificou-se ser comum algumas empresas manterem estruturas de menor endividamento ao longo do tempo, enquanto outras tem um histórico de maior uso de capital de terceiros.

O quadro abaixo resume a média da estrutura de capital das empresas sob a ótica dos setores a que elas pertencem.

²⁴ Os dados referentes a empresa *Recrusul* foram excluídos da amostra, pois apresentavam resultados discrepantes.

Tabela 4 – Estrutura de capital por setor da indústria de transformação no Brasil

SETOR	96/T1 a	03/T1 a	10/T1 a
	02/T4	09/T4	15/T4
MAQUINAS E EQUIPAMENTOS	41.34	45.00	43.17
MATERIAS PARA TRANSPORTE	48.47	7.40	34.79
MATERIAIS DE CONSTRUÇÃO	61.44	80.96	65.33
COMPUTADORES E ELETRONICOS	-	5.96	38.71
ALIMENTOS PROCESSADOS	62.72	55.29	53.02
BEBIDAS	50.92	37.23	11.97
COSMÉTICOS	-	29.69	63.44
TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS	65.36	43.58	28.23
AUTOPEÇAS	42.65	35.39	46.61
MADEIRA, PAPEL E CELULOSE	47.66	49.66	45.87
MATERIAIS DIVERSOS	-	48.03	35.62
QUIMICOS	51.06	64.66	68.64
SIDERURGIA E METALURGIA	47.01	51.44	42.49
MEDICAMENTOS E OUTROS	-	22.09	36.38

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da B3.

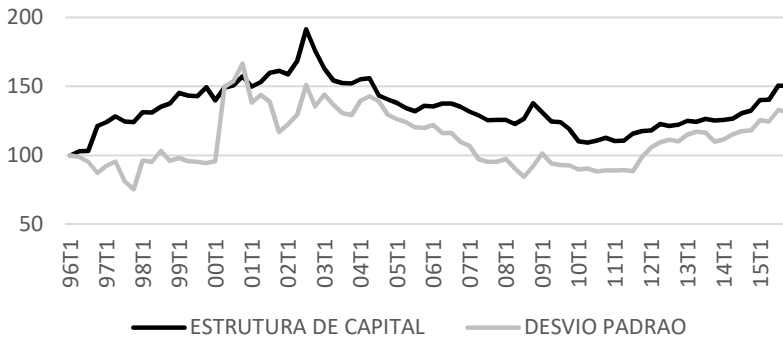
Nota-se que em alguns setores não houve hegemonidade intertemporal da estrutura de capital, como o caso de materiais de transporte, computadores e autopeças. Em outros, como alimentos, bebidas e vestuário, os dados indicam uma tendência de queda do uso de recursos de terceiros, enquanto químicos e cosméticos apresentaram tendência de alta. Os setores de maquinas e equipamentos e celulose apresentaram relativa estabilidade nos três períodos analisados. Em 2015, o setor com maior presença relativa de capital próprio foi o de bebidas, enquanto a maior presença de capital de terceiros estava no setor de químicos.

4.3 RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE CAPITAL E MUDANÇAS MACROECONÔMICAS

Nesta seção serão analisados empiricamente os impactos de alterações macroeconômicas na estrutura de capital das empresas. Quando se utiliza o conjunto dos dados apresentados, percebe-se imediatamente uma variação considerável da média do endividamento destas empresas a cada semestre. Com isso, fica evidente uma tendência

de crescimento entre 1996 e 2002; uma tendência de queda entre 2003 a meados de 2010; e uma nova tendência de alta a partir de 2010.

Gráfico 14 – Estrutura de Capital – empresas selecionadas – 1996 a 2015 (Índice base fixa T1/1996=100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3.

Em termos da média, o endividamento das empresas analisadas cresce de uma mínima de 36,3% no primeiro trimestre de 1996 para máxima de 69,5% no segundo trimestre de 2003.

O Alto desvio-padrão e sua correlação com a média está indicando que algumas empresas estão impactando o resultado de forma mais significativa que outras, ou seja, há muita heterogeneidade entre elas.

A partir das discussões presentes nas seções 2.3 e 2.5, utilizou-se quatro indicadores macroeconômicos para verificar as relações com a estrutura de capital. O primeiro indicador foi o Coeficiente de Penetração das Importações na Indústria de Transformação a preços correntes, divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI). Tais valores estão expostos no gráfico 7.

Este coeficiente é um indicador do grau de abertura da economia, pois ele indica o quanto as importações estão presentes no consumo doméstico em relação ao total do setor.

Este coeficiente é um indicador do grau de abertura da economia, uma vez que ele aponta o quanto as importações estão presentes no consumo doméstico em relação ao total do setor.

O segundo indicador usado foi o índice de termos de troca do comércio exterior brasileiro, divulgado pela Fundação Centro de Pesquisas do Comércio Exterior (Funcex) e apresentado no gráfico 14.

Trata-se de um indicador que apresenta a relação entre os preços dos produtos exportados e importados. A forte alta, a partir de 2003 está associada ao ciclo das commodities, cujos efeitos foram discutidos na seção 2.5.

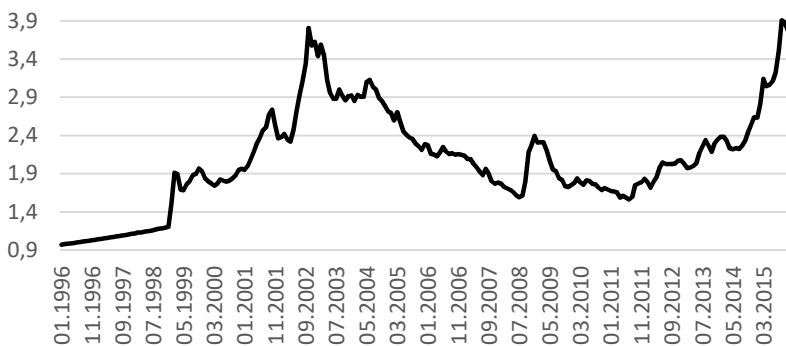
Gráfico 15 – Brasil - Termos de Troca (01/1996 a 12/2015 - Média 2006=100)



Fonte: Centro de Pesquisas do Comércio Exterior (Funcex)²⁵

O terceiro indicador, demonstrado no gráfico 15, foi a taxa de câmbio nominal comercial ao final do período, divulgada pelo Banco Central do Brasil, cujos fatores de volatilidade também foram discutidos nos itens 2.4 e 2.5.

Gráfico 16 – Brasil - Taxa de câmbio nominal ao final de período (01/1996 a 12/2015)

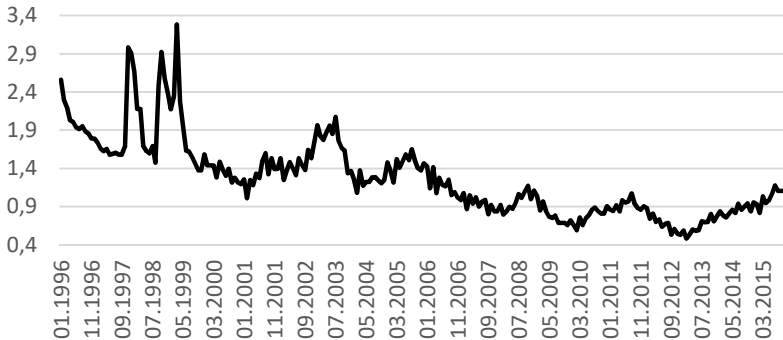


Fonte: Banco Central do Brasil

²⁵ Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>

O quarto indicador é a meta da taxa SELIC, definida pelo Comitê de Política Monetária e divulgada pelo Banco Central do Brasil. No gráfico 16, ela é representada como taxa percentual ao mês.

Gráfico 17 – Brasil – Meta da taxa SELIC em percentual ao mês (01/1996 a 12/2015)



Fonte: Banco Central do Brasil

4.3.1 Análise da correlação estatística entre os indicadores

Segundo Barbetta (2006), a correlação entre duas variáveis ocorre quando elas caminham em um mesmo sentido (correlação positiva) ou no sentido oposto (correlação negativa). O autor ressalta, no entanto, que a aferição numérica não implica em situação de causa-efeito, ou seja, duas variáveis podem ser correlatas de forma espúria. Desta forma, trata-se de um instrumental exploratório e intermediário que pode servir de auxílio na análise de determinado problema em estudo.

Uma das formas possíveis de se avaliar a correlação entre duas variáveis é através da correlação de Pearson. Segundo Figueiredo Filho e Silva Junior (2009), trata-se de um teste de correlação linear, associadas pela distribuição de frequência ou variância. A sua equação básica é a seguinte:

Quadro 10 – Equação base do coeficiente de Pearson

$$r = \frac{1}{n-1} \sum \left(\frac{x_i - \bar{X}}{s_x} \right) \left(\frac{y_i - \bar{Y}}{s_y} \right)$$

Nesta equação, os dados x e y são padronizados a partir da subtração dos seus valores com a média do conjunto de dados, cujo resultado é dividido por seu desvio padrão (s). A soma destes padrões deve então ser dividida por $n-1$, resultando no coeficiente (r).

O coeficiente de Pearson varia de -1 a 1 , indicando a positividade ou a negatividade da correlação. Quanto mais próximo destes extremos, mais forte é a correlação. Segundo Barbetta (2010), no caso de que os dados sigam distribuição normal, é possível atribuir teste de hipótese a partir do resultado do teste t de Student. Em suma, o teste confirma ou rejeita a existência de correlação linear entre as variáveis com base em certo nível de confiança.

A partir de uma revisão de literatura, Figueiredo Filho e Silva Junior (2009) consideram que é possível considerar a existência de correlação a partir de um coeficiente de $0,10$, variando para moderada correlação acima de $0,30$ a partir de $0,5$ ou $0,6$.

Os resultados das correlações dos dados deste trabalho são demonstrados na tabela abaixo:

Tabela 5 – Resultados dos Coeficientes de Pearson – indicadores selecionados versus estrutura de capital

Penetração das Importações	Termos de Troca	Taxa de Câmbio	SELIC Over
0,20	-0,67	0,67	0,24

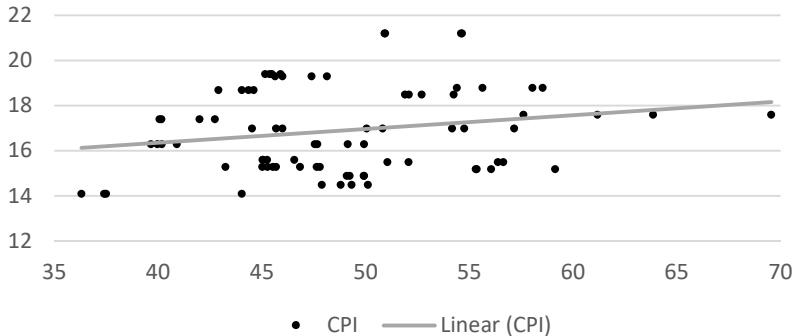
Fonte: elaboração própria

O primeiro indicador analisado foi o coeficiente de penetração das importações. Com ele, se pretende analisar os efeitos da abertura da economia que, como vimos, foi um dos efeitos do plano Real. Os dados indicam que este indicador apresenta uma correlação relativamente fraca com a estrutura de capital média das empresas selecionadas.

Um fator relevante neste sentido é que a correlação apresentada é positiva, indicando que maior abertura da economia foi acompanhada de aumento no endividamento das empresas selecionadas. Isto pode significar que as empresas da indústria de transformação brasileiras tiveram alguma dificuldade em se adaptarem à concorrência estrangeira, necessitando exporem-se a mais capital de terceiros para seus investimentos. Vale ressaltar, no entanto, que nem sempre o aumento do endividamento indica dificuldades financeiras ou falta de capital próprio, podendo representar tão somente escolhas de gestão da sua administração, conforme já discutido neste trabalho.

O gráfico abaixo permite visualizar a dispersão dos dados deste coeficiente com a estrutura de capital em análise.

Gráfico 18 – Estrutura de Capital e Penetração das Importações – Dispersão

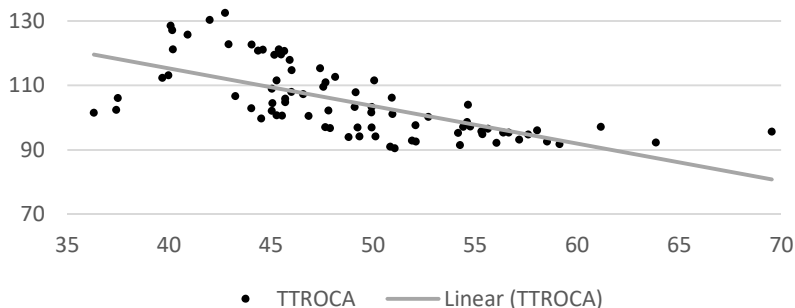


Fonte: Elaboração própria

O próximo indicador foi o índice de termos de troca, aqui utilizado como forma de se avaliar o impacto das alterações nos preços dos bens exportados em relação ao preço dos bens importados. Conforme se observa no gráfico abaixo, há uma forte correlação negativa com a estrutura de capital das empresas em análise, ou seja, a melhora nas condições das exportações brasileiras foi acompanhada de uma redução do endividamento das empresas em análise.

Este fator pode significar que a melhoria dos preços das exportações brasileiras favorece a ampliação da participação do capital próprio na estrutura de capital das empresas selecionadas. Há que se ressaltar, no entanto, que este índice é impactado por alterações na taxa de câmbio, que, como veremos, também apresenta correlação forte e positiva com a estrutura de capital.

Gráfico 19 – Estrutura de Capital e índice de Termos de Troca – Dispersão



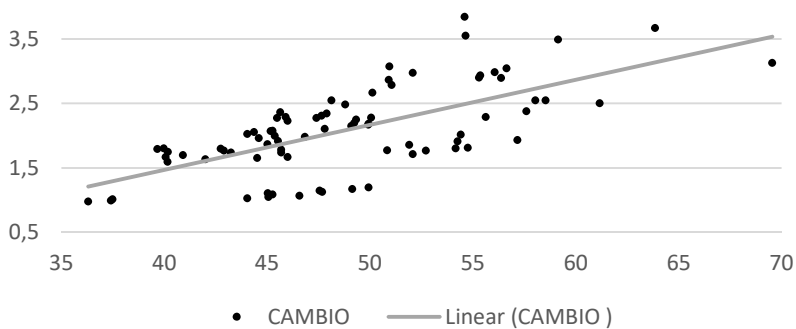
Fonte: Elaboração própria

O terceiro indicador sob estudo foi a taxa de câmbio nominal média para cada trimestre em questão. O resultado do teste de correlação de Pearson também relatou uma forte correlação, neste caso positiva. Em outras palavras, um aumento da taxa de câmbio foi acompanhado pelo aumento do endividamento das empresas em questão.

A explicação provavelmente mais plausível para este fator é que muitas das empresas em análise endividaram-se em moeda estrangeira, de forma que depreciações do Real aumentam o seu endividamento quando medido nesta moeda.

Já se discutiu, no entanto, que o aumento da penetração das importações também apresentou correlação positiva com uma estrutura de capital mais propícia a capital de terceiros. A confrontação destes dois dados parece supor que um Real mais apreciado, à medida que favorece um aumento na penetração de importações, torna menos potente a tendência de reduzir o endividamento destas empresas.

Gráfico 20 – Estrutura de Capital e taxa de câmbio média nominal – Dispersão



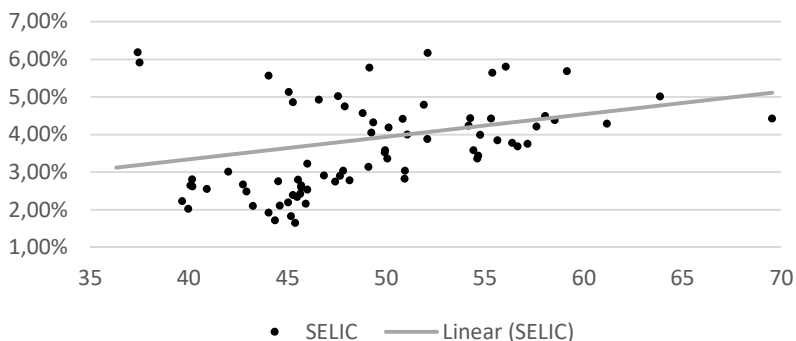
Fonte: Elaboração própria

Nosso último indicador foi a taxa SELIC efetiva acumulada em cada trimestre. Este indicador apresentou uma correlação fraca e positiva com a estrutura de capital das empresas selecionadas. A taxa SELIC, conforme já discutido, procura ser um indicador de flutuações nas taxas de juros da economia brasileira. Assim, com relação a nossos dados, um aumento nas taxas de juros gerou um aumento no endividamento das empresas em análise.

Chama a atenção, no entanto, o baixo coeficiente de correlação para um indicador bastante sensível a taxas de juros como é o endividamento. Há muitos fatores que podem indicar esse fenômeno. Um deles é que o endividamento não reage instantaneamente a mudanças nos juros, senão após algum tempo. Além disso, enquanto parece haver uma tendência a correlação positiva para aquelas dívidas tomadas a taxas de juros pós-fixadas, também é verdade que uma taxa de juros menor é mais apropriada a assunção de novas dívidas, indicando, portanto, uma tendência inversa. Outro fator observado é o aumento da taxa SELIC concomitante a depreciações cambiais, o que, como vimos, gerou aumento no endividamento.

Sendo assim, não parece haver uma tendência única para a reação da estrutura de capital a alterações nas taxas de juros. No entanto, os dados evidenciam uma maior força das tendências positivamente correlatas, conforme se pode observar no gráfico abaixo.

Gráfico 21 – Estrutura de Capital e taxa SELIC over acumulada – Dispersão



Fonte: Elaboração própria

Como um todo, pode-se notar que os indicadores macroeconômicos selecionados se mostraram influentes nas mudanças em relação a estrutura de capital das empresas em estudo durante os 80 trimestres compreendidos entre 1996 e 2015, em especial o câmbio e os termos de troca da economia brasileira. Daí conclui-se, portanto, que as políticas econômicas e cenários conjunturais econômicos carregam estreita relação com a maior ou maior penetração do capital financeiro sobre a economia real.

5. CONCLUSÕES

Neste estudo procurou-se analisar as principais relações existentes entre o capital financeiro e o ramo da indústria de transformação brasileira entre os anos de 1996 a 2015, buscando-se identificar, principalmente, a influência do setor financeiro sobre este setor específico de atividade econômica.

A escolha do período mencionado decorre da opção de analisar esse processo após a adoção de um conjunto de políticas de estabilização econômica implantadas na economia brasileira por meio do Plano Real, o que provocou mudanças na orientação das políticas econômicas e nos indicadores macroeconômicos. Além disso, trata-se de um período em que se consolidou no Brasil algumas tendências globais, com destaque para a reestruturação produtiva e para a internacionalização da terceira revolução industrial, bem como o avanço da própria financeirização da economia.

De um modo geral, pode-se dizer que a principal marca do período em análise é uma série de políticas que levaram a um movimento acelerado de liberalização comercial e financeira; de redução da presença do Estado na economia; bem como da manutenção de taxas de juros em patamares elevados acompanhadas por taxas de câmbio, em geral, sobreapreciadas.

Esse cenário que prevaleceu entre 1995 e 2002 sofreu algumas alterações a partir de 2003, quando a economia brasileira foi influenciada positivamente por um novo ciclo de demanda global, com reflexo nos preços de algumas commodities que mantinham peso relevante na pauta exportadora do país. Externamente, a estabilidade trouxe uma nova onda de apreciação da moeda – após um curto período de depreciação desde 1999 – ao mesmo tempo em que, internamente, houve expansão dos salários e do crédito ao consumidor, com impactos positivos sobre a demanda doméstica. O somatório desses fatores provocou efeitos sobre as taxas de crescimento do PIB, que se expandiram fortemente entre 2004 e 2012.

Os efeitos de uma nova retração da economia internacional entre 2011 e 2012 voltam a atingir a economia brasileira que percebe uma desaceleração no crescimento a partir de 2013. Para fazer frente a este novo cenário externo, as taxas de juros domésticas e a taxa de câmbio retomam novamente um ciclo expansivo. Com isso, a taxa de crescimento do PIB se reduz fortemente ainda em 2014. Esses fatores, somados à crise política que toma conta do país logo após o processo eleitoral de outubro

de 2014, conduzem a economia brasileira a uma das maiores recessões econômicas da história.

Especificamente em relação ao setor financeiro, verificou-se que houve uma trajetória muito parecida à verificada para o conjunto da economia do país, com um momento inicial de reestruturação e posterior consolidação e expansão desse setor. Em relação à reestruturação setorial, observou-se que houve uma expansão tecnológica de processos, avanços na flexibilização do trabalho, privatizações de bancos públicos, e apoio estatal para o saneamento do setor, como foi o caso do PROER, que financiou algumas fusões e aquisições. A consolidação desse processo de alteração estrutural ocorreu a partir da concentração do setor em grandes instituições. Tal situação expansiva se dá via aumento dos agentes empresariais no setor, aumento das taxas de lucratividade e expansão do crédito na economia.

Já em relação ao setor industrial, verificou-se que esse setor, no agregado, além de não ter se inserido de forma eficaz na terceira revolução industrial, cresceu de forma mais intensa a partir de subsetores intensivos em recursos naturais, com exceção apenas da cadeia produtiva vinculada ao complexo automotivo, que manteve crescimento no mesmo período.

Desta forma, enfraquecida e pouco competitiva nos setores de maior complexidade tecnológica, a indústria brasileira sofreu transformações estruturais a partir das novas políticas derivadas do programa de estabilização econômica. Poucos setores conseguiram se incorporar a esse novo cenário, ao introduzir inovações técnicas e incorporar componentes importados. Todavia, uma porção expressiva de setores entraram em crises profundas, devido às dificuldades em concorrer com itens importados. Neste caso, destacam-se os setores têxtil, calçadista, da indústria de alimentos, além de segmentos da própria construção civil.

A partir da desvalorização cambial em 1999, este setor volta a crescer, fator que se sustenta por um longo período no escopo da nova realidade macroeconômica. Entretanto, o setor registrou crescimento abaixo do produto interno da economia em 13 dos 20 anos analisados. Além disso, o crescimento foi mais relevante nos setores de baixa complexidade tecnológica. No entanto, o setor respondeu ao crescimento do PIB, ainda que desproporcionalmente, a despeito de outras variáveis como a valorização da taxa de câmbio.

Segundo alguns autores, pode estar ocorrendo uma desindustrialização no Brasil por meio da chamada “doença holandesa”, processo no qual os importados ganham relevância nas vendas de bens

industriais e o setor de bens primários gera superávits comerciais crescentes, além de seu crescimento desproporcional na pauta exportadora.

Do ponto de vista influência do setor financeiro sobre a indústria de transformação brasileira, verificou-se que essa relação ocorre de duas maneiras principais, a saber, i) pela presença na composição acionária; e ii) pela disponibilização de crédito ou recursos de terceiros. Para analisar estas questões, utilizou-se os dados disponibilizados pela B3 das empresas de capital aberto que compõe o seu índice industrial – o INDX – excluindo-se aquelas empresas que não classificadas pelo IBGE como indústrias de transformação. Com isso, chegou-se a um total de 35 empresas, as quais forneceram os dados da composição acionária e da estrutura de capital analisados neste estudo.

Em relação ao primeiro fator, verificou-se que 26 dentre as 35 das empresas consideradas possuíam instituições do sistema financeiro em seu quadro societário em 2015, com média de 18% de participação, sendo 4 delas totalmente controladas por instituições financeiras. No entanto, as características dos dados levantados não permitem afirmar se houve ou não aumento da participação desses grupos ao longo dos períodos analisados.

No segundo aspecto, a estrutura de capital também apresenta dados heterogêneos entre as empresas, algumas com baixa utilização de capital de terceiros e outras bastante alavancadas. Em média, verificou-se uma tendência de crescimento do endividamento entre 1996 e 2002, queda entre 2003 a meados de 2010 e nova tendência de alta a partir de 2010. Verificou-se em média, um crescimento do total do endividamento que passou de 36,3% no primeiro trimestre de 1996 para uma máxima de 69,5% no segundo trimestre de 2003.

Por fim, fizemos uma análise do comportamento destas mudanças na estrutura de capital ao longo dos anos em relação a mudanças em indicadores macroeconômicos. Os indicadores escolhidos foram: i) um coeficiente de penetração das importações da indústria de transformação ii) um índice de termos de troca da economia brasileira; iii) a taxa de câmbio nominal; e iv) a taxa SELIC over.

Para tal finalidade, calculou-se correlações de Pearson para cada uma destas variáveis em relação à média da estrutura de capital de 34 das 35 empresas em análise para 80 trimestres de 1996 a 2015.

Os dados evidenciam que a penetração das importações, a taxa de câmbio e a SELIC over possuem correlação positiva com a estrutura de capital das empresas, o que pode indicar que um aumento nestes indicadores macroeconômicos leva a um aumento no endividamento das

empresas ou na maior propensão a utilização de capital de terceiros em relação ao capital próprio. Por outro lado, os termos de troca mostraram correlação negativa, indicando que a melhora nas condições do comércio exterior brasileiro foram acompanhadas de menores índices de estrutura de capital.

Termos de troca e taxa de câmbio apresentaram os valores mais significativos de correlação, consideradas correlações fortes pela literatura. Já a penetração das importações e a SELIC over apresentaram correlação fraca.

Assim, o presente trabalho procurou demonstrar que as mudanças macroeconômicas afetaram as relações que determinam a presença do capital financeiro na indústria de transformação brasileira entre 1996 e 2015.

Além disso, procurou-se demonstrar que o capital financeiro possui uma participação relevante na composição do capital industrial no Brasil. Tais constatações podem ser úteis para novos estudos neste sentido, como, por exemplo, averiguações da influência destas interações no ambiente corporativo, estratégias empresariais e modelos de gestão das empresas investigadas.

REFERÊNCIAS

- ABRAMO, Perseu. Pesquisa em Ciências Sociais. In: HIRANO, Sedi (org.). **Pesquisa Social: projeto e planejamento**. 2 ed. São Paulo: T.A. Queiroz, 1988.
- ABREU, M. P. WERNECK, R. L. F. Estabilização, Abertura e Privatização, 1990-1994. In. ABREU, M. P. **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- AMADEO E. J., FRANCO, G. H. B. **Entre Keynes e Robertson: finance, poupança e investimento**. Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE). Brasília: IPEA, 1989.
- ANTINES, Ricardo. **Adeus ao Trabalho?** Ensaio sobre as metamorfoses e a centralidade do Mundo do Trabalho. 4 ed. São Paulo: Cortez, 1997.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **PROER - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional**. Dez. de 1995. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/htms/proer.asp>. Acessado em 09.10.2016
- BAMBIRRA, V. **O Capitalismo dependente latino-americano**. Florianópolis: Insular, 2013.
- BEDARD, R. **Los fundamentos del Pensamiento y las Prácticas Administrativas**. AD-MINISTER, Universidad EAFIT Medellín, n. 4, jan-jun. 2004.
- BELLUZZO, L G. **Os antecedentes da tormenta: origens da crise global**. Campinas: UNESP, 2009.
- BELLUZZO L. G. COUTINHO L. **Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas**. Economia e Sociedade, Campinas, dez. 1998.

BLACK, Clarissa. **Eventos Relacionados ao Superciclo das commodities no século XXI**. Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 40, n. 2, p. 67-78, 2013

BONELLI, Regis. **As Estratégias dos Grandes Grupos Industriais Brasileiros nos Anos 1990**. Rio de Janeiro: BNDES, 1998.

BRANDÃO, A. S. P. SCHUH, G. E. Termos de Troca e Bem-Estar Economico: algumas proposições qualitativas. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, jan.-mar 1979.

BRUNO, Miguel. CAFFE, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. IN: **Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil**. 1ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2015.

CARNEIRO, Ricardo. **Globalização e inconversibilidade monetária**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 120, abr. 2006.

CERQUEIRA, H. G. AMORIM, W. C., Evolução e características do emprego no setor bancário. **Revista de Economia Política**, vol 18, nº1 (69), janeiro-março/1998.

COUTINHO, Luciano. **A Terceira Revolução Industrial e Tecnológica: As Grandes Tendências de Mudança**. Economia e Sociedade, Campinas, n.1, p. 69-87, ago., 1992.

EATWELL, John. Desemprego em escala mundial. **Economia e Sociedade**, Campinas, (6): 25-43, jun. 1996.

DAMKE, E. J. WALTER, S. A., SILVA, E. D. A Administração é uma Ciência? Reflexões Epistemológicas acerca de sua Cientificidade. **Revista de Ciências da Administração**. v. 12, n. 28, p. 127-146, set/dez 2010

FEBRABAN. **Painel econômico e financeiro 2016**. São Paulo, 2016

FIGUEIRERO FILHO, D. B. SILVA JUNIOR, J. A. Desvendando os Mistérios do Coeficiente de Correlação de Pearson (r). **Revista Política Hoje**, Vol. 18, n. 1, 2009

- FILGUEIRAS, Luiz. **Neoliberalismo e Crise na América Latina**: o caso do Brasil. Buenos Aires: CLACSO, 2003.
- GUJARATI, D. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- GUTMANN, Robert. A transformação do capital financeiro. **Economia e Sociedade**, Campinas, (7): 51-83, dez. 1996.
- HILFERDING, Rudolf. **O Capital Financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- HOLLAND, Márcio. XAVIER, Clésio Lourenço. Dinâmica e competitividade setorial das exportações brasileiras: uma análise de painel para o período recente. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 14, n. 1 (24), p. 85-108, jan./jun. 2005.
- JAFFE, J. F. ROSS, S. A. WESTERFIELD, R. W. **Administração Financeira – Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 2002.
- KALECKI, Michal. **Teoria da Dinâmica Econômica**: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista. São Paulo: Nova Cultural, 1977.
- KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Ed. Nova Cultural, 1996.
- LARA RESENDE, André. **Além da crise: desequilíbrio e credibilidade**. Caderno Valor, Eu &, nº 445. Jornal Valor Econômico. 9 de abril de 2009.
- LIMA, Josué J. De **União Monetária no Mercosul**: perspectivas após a crise do Euro. Monografia. Florianópolis: UFSC, 2014.
- LIST, Georg F. **The National System of Political Economy**. Reprints of Economic Classics. New York: 1966.
- MAPURANGA, Patrícia V. R. PONTE, Vera M. R. OLIVEIRA, Marcelle C. Determinantes das Práticas de Governança Corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM. **XXXVII Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro/RJ – 7 a 11 de setembro de 2013.

MARINI, R. M. O Ciclo do Capital na Economia Dependente. *In* FERREIRA, C. OSORIO, J. LUCE, M. (orgs.) **Padrão de Reprodução do Capital**. São Paulo: Boitempo: 2012.

MARX, Carlos. **El Capital: Crítica de La Economía Política**. 3ª Ed. México: FCE, 1999.

MARX, Karl. **O Capital: crítica da Economia Política**. Livro Primeiro, Tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

MEDEIROS, C. A., SERRANO, F. Padrões Monetários Internacionais e Crescimento, in FIORI, J.L. (org.) **Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações**. Rio de Janeiro: Vozes; 1999.

MINSKY, H. **Integração financeira e política monetária**. *Economia e Sociedade*, n. 3, p. 21-36, dez. 1994.

MOLLO, M. L. R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. **Revista de Economia Política**, vol. 8, nº 1, janeiro-março, 1988.

NASCIMENTO, E. R. DEBUS, I. **Lei Complementar nº 101/2000: Entendendo a Lei de Responsabilidade Fiscal**. 2 ed. Secretaria da Fazenda Nacional: Brasília, 2001.

NASSIF, André. Há evidências de desindustrialização no Brasil?. **Brazilian Journal of Political Economy**, vol. 28, nº 1 (109), pp. 72-96, January-March/2008

OREIRO, José L. **Macroeconomia do Desenvolvimento: Uma perspectiva keynesiana**. Rio de Janeiro: LTC, 2016.

PAULA, L. F. MARQUES, M. B. L. Reestruturação bancária mundial e seus impactos no setor bancário brasileiro. *In* PAULA, L. F., FERREIRA, L. R., ASSIS, M. P., (editores), **Perspectivas para a Economia Brasileira: Inserção Internacional e Políticas Públicas**. Rio de Janeiro: Editora da UERJ, 2006.

PEROBELLI, F.F.C. FAMA, R. Fatores Determinantes da estrutura de Capital para Empresas Latino Americanas. **Revista de administração contemporânea**. vol.7 no.1 Curitiba Jan./Mar. 2003.

PESTANA. M. H. GAGEIRO. J. N. **Análise de Dados para Ciências Sociais: a complementariedade do SPSS**. 6 ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2014.

PIKETTY, Thomas. **O Capital no século XXI**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

POCHMANN, Marcio. **Brasil sem industrialização: a herança renunciada**. Ponta Grossa: Editora UEPG, 2016.

PROCIANOY, Jairo L. SCHNORRENBARGER, Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**. vol.58 no.1 Rio de Janeiro Jan./Mar. 2004

SANCHES, Ana Tercia. **Terceirização e Terceirizados no setor bancário: Relações de Emprego, condições de trabalho e ação sindical**. 2006. 155f. Dissertação (Mestrado em Ciências Sociais) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo. 2006

SENADO FEDERAL. **Comissão Parlamentar de Inquérito criada pelo Requerimento nº 127: Relatório Final**. Brasília, 1999.

THIRLWALL. A. P. **A Natureza do Crescimento Econômico: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações**. Brasília: IPEA; 2005.

WERNECK, R. L. F. Consolidação da estabilização e reconstrução institucional, 1995-2002. *In*. ABREU, M. P. **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

VOLPON, Tony. **Tsunami Monetário – Ciclos Monetários Internacionais e Desafios para a Economia Brasileira**. Trabalhos para discussão nº 423. Brasília: Banco Central do Brasil, 2016.

RANGEL, R M. GARMENDIA, E. S. R. El Consenso de Washington: la instauración de las políticas neoliberales en América Latina. **Revista Política y Cultura. México, n. 37, jan. 2012.**

SUZIGAN, Wilson. **A Indústria Brasileira Após Uma Década de Estagnação**: Questões para a política Industrial. Sextas Jornadas Anuales de Economía. Montevideo: Banco Central del Uruguay, 1992.

OREIRO, J. L. FEIJO, C. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. **Revista de Economia Política.** vol. 30, nº 2 (118), pp. 219-232, abril-junho/2010

ERBER, Fabio E. O Padrão de Desenvolvimento Industrial e Tecnológico e o Futuro da Indústria Brasileira. **Revista de Economia Contemporânea** – Vol. 5 - Edição Especial. Rio de Janeiro: UFRJ, outubro/2000.

APENDICE A - Estrutura de Capital (empresas selecionadas)

ANO/TRIMESTRE	96T1	96T2	96T3	96T4	97T1	97T2	97T3	97T4	98T1	98T2	98T3	98T4	99T1	99T2	99T3	99T4	00T1	00T2	00T3	00T4	01T1	01T2	01T3	01T4	02T1	02T2	02T3	
AMBEV	34.9	34.9	44.2	44.7	44.2	44.5	50.6	54.0	53.0	53.9	57.4	56.8	58.4	55.7	56.3	71.9	51.1	48.8	42.7	41.6	42.6	45.8	53.3	57.6	58.1	58.6	58.1	
ALPARGATAS	12.0	12.7	12.7	25.7	25.7	29.8	29.8	34.8	26.7	26.5	22.8	33.5	27.0	26.2	24.6	29.5	18.0	16.1	15.6	25.2	15.9	14.9	15.7	22.9	12.5	13.4	17.5	
BRF	33.3	44.7	45.6	54.9	61.1	61.0	63.0	58.8	58.3	58.9	62.4	61.7	65.3	65.9	66.7	67.0	67.4	67.2	67.9	70.2	69.8	67.7	69.3	65.8	63.9	70.0	75.6	
BRASKEN																	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	58.3	54.5	56.2	63.2	92.1	
CSN	27.9	27.9	27.9	27.9	27.9	27.9	27.9	45.4	45.4	45.4	45.4	42.6	42.6	42.6	42.6	43.8	43.8	43.8	43.8	47.5	50.8	54.3	54.5	52.1	56.1	61.8	65.3	
EMBRAER	76.3	76.3	76.3	76.3	84.5	90.9	59.2	52.9	59.8	57.7	58.4	66.1	72.8	70.3	67.7	65.4	60.0	58.7	43.1	41.1	38.7	38.7	46.5	42.2	34.9	36.1	42.9	
FERBASA	3.9	3.9	3.9	10.1	10.1	10.1	10.1	7.0	7.0	7.0	7.0	5.5	5.5	5.5	5.5	7.9	7.9	7.9	7.9	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	
FIBRIA	15.9	15.9	15.9	26.3	27.5	29.7	31.1	31.9	34.7	35.3	36.8	36.0	41.4	38.5	37.8	35.1	31.7	33.2	30.6	27.7	25.5	23.2	24.8	46.5	46.4	51.5	57.9	
GERDAU	21.7	21.7	21.7	21.7	21.7	21.7	21.7	25.8	25.8	25.8	31.0	43.6	43.6	43.6	58.4	56.1	56.1	56.1	56.1	57.4	57.4	57.3	58.2	60.8	60.9	61.1	68.4	
MET. GERDAU	62.7	62.7	62.7	61.9	61.9	61.9	61.9	52.4	52.4	52.4	52.4	55.9	62.3	62.3	62.3	74.8	74.8	74.8	74.8	73.4	56.9	73.2	73.5	75.8	75.5	76.7	81.9	
HERING	60.2	60.2	60.2	69.8	69.8	69.8	69.8	32.1	32.1	32.1	57.4	53.9	92.3	84.0	79.1	61.9	62.8	65.5	69.0	68.0	71.9	76.9	83.5	83.3	84.0	94.8	119.4	
KLABIN	40.3	40.6	42.5	43.6	44.3	45.4	48.0	48.9	50.8	48.1	48.9	50.0	58.4	60.3	61.4	61.6	60.9	61.2	69.6	68.1	63.4	64.6	67.8	66.2	66.6	72.4	82.5	
METAL LEVE	35.5	35.5	35.5	53.7	53.7	53.7	53.7	45.8	45.8	45.8	26.4	25.8	22.2	19.5	20.0	17.1	15.8	12.6	11.6	12.3	11.1	9.4	9.2	7.3	6.1	6.5	7.3	
IOCHPE MAXION	64.3	64.3	64.3	59.3	61.1	61.0	59.1	61.2	64.8	65.1	66.5	49.7	55.2	56.4	59.8	63.6	59.0	57.9	60.1	66.3	59.1	58.2	60.0	55.8	58.6	61.0	67.0	
PARANAPANEMA	6.3	6.3	6.3	52.1	52.1	52.1	52.1	75.7	75.7	75.7	82.8	84.0	60.4	64.2	68.5	74.0	72.7	73.0	75.5	80.3	86.3	89.5	89.3	94.6	96.3	98.9	115.4	
MARCOPOLO	16.1	16.1	16.1	16.3	16.3	16.3	16.3	20.0	20.0	20.0	20.0	34.8	34.8	34.8	34.8	49.8	49.3	48.4	48.8	48.3	58.4	58.7	59.3	63.5	60.2	62.3	68.6	
PORTOBELLO													44.8	44.8	44.8	44.8	44.8	44.8	44.8	69.6	69.6	69.6	69.6	69.6	68.1	69.1	77.5	94.2
RANDON	26.2	34.0	36.3	37.3	40.8	43.1	45.6	44.4	44.4	44.4	48.9	39.6	48.7	50.5	48.1	49.4	43.9	46.1	60.6	62.0	58.8	57.2	60.2	58.0	57.2	61.3	65.0	
SUZANO	43.6	43.6	43.6	59.2	59.2	59.2	59.2	46.4	46.4	46.4	46.4	52.0	52.0	52.0	52.0	48.4	48.4	48.4	48.4	40.9	40.9	40.9	40.9	65.1	62.6	68.0	68.5	
TUPY	69.2	68.7	55.4	64.1	65.9	75.4	66.6	69.6	73.4	71.4	79.1	74.4	68.1	64.4	63.7	63.4	61.6	64.1	73.0	73.6	78.1	79.6	79.8	79.3	77.4	82.1	90.8	
USIMINAS	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	45.5	45.5	45.5	45.5	52.1	52.1	52.1	52.1	60.7	60.7	60.7	60.7	64.2	64.2	64.2	64.2	68.0	68.4	72.9	81.2	
VULCABRAS	54.1	54.1	54.1	54.1	54.1	54.1	54.1	54.1	98.5	98.5	98.5	98.5	98.7	98.7	98.7	98.7	98.7	175.5	176.1	189.9	147.4	150.2	145.8	112.7	112.3	115.7	130.0	
WEGE	19.9	23.2	23.9	27.6	26.1	32.4	32.5	39.2	40.7	43.0	43.2	44.5	53.1	53.4	51.7	46.3	45.1	46.6	44.4	51.1	48.6	49.5	49.8	44.3	40.0	39.2	48.3	
MEDIA	36.3	37.4	37.5	44.0	45.1	46.6	45.3	45.0	47.7	47.6	49.1	49.9	52.7	52.1	51.9	54.3	50.8	54.2	54.8	57.2	54.4	55.6	58.0	58.5	57.6	61.2	69.5	
DESVIO PADRAO	21.4	21.1	20.4	18.6	19.8	20.4	17.4	16.1	20.6	20.4	22.1	20.5	21.0	20.5	20.4	20.2	20.5	32.0	32.9	35.6	29.6	30.8	29.7	25.0	26.2	27.7	32.3	

ANO/TRIMESTRE	02T4	03T1	03T2	03T3	03T4	04T1	04T2	04T3	04T4	05T1	05T2	05T3	05T4	06T1	06T2	06T3	06T4	07T1	07T2	07T3	07T4	08T1	08T2	08T3	08T4	09T1	09T2	
AMBEV	52.1	51.4	49.2	59.9	58.1	58.9	62.0	30.4	31.5	33.1	29.1	26.4	26.6	25.7	25.8	31.4	33.2	34.7	36.4	35.7	36.1	37.1	37.6	39.8	39.0	32.8	28.9	
ALPARGATAS	29.6	14.7	25.7	24.8	25.0	25.8	24.8	21.0	20.5	18.7	17.6	16.2	15.6	14.4	10.9	7.3	7.3	9.9	10.7	10.6	16.2	17.1	17.2	23.7	27.5	28.8	27.7	
MINERVA						100.1	100.1	100.1	100.1	84.0	84.0	84.0	84.0	70.4	70.4	70.4	70.4	77.6	79.0	51.7	50.3	54.6	56.0	68.8	82.4	82.1	78.4	
BRF	72.6	70.5	68.6	67.5	64.7	59.5	60.0	53.4	48.0	42.8	44.8	47.6	57.8	57.5	59.0	60.1	46.6	45.2	43.8	44.3	41.3	43.6	45.4	49.3	56.6	58.2	54.0	
BRASKEN	81.5	79.8	74.4	76.1	78.8	78.5	81.0	68.7	58.9	55.8	54.7	52.4	54.2	57.1	58.5	61.3	60.9	58.5	55.5	53.2	59.3	61.6	56.1	62.9	76.5	76.7	67.9	
CSN	58.1	56.1	47.2	50.0	54.7	52.8	52.2	50.7	56.0	57.2	56.0	56.8	57.6	56.7	60.9	58.9	60.6	58.0	51.1	50.1	53.7	50.3	48.8	54.7	68.6	63.5	61.3	
DURATEX						36.2	36.2	36.2	36.2	35.0	35.0	35.0	35.0	51.5	51.5	51.5	51.5	51.3	54.7	38.4	38.8	37.8	38.8	41.1	45.0	46.8	47.2	
EMBRAER	37.0	40.2	40.6	46.5	44.7	41.2	44.1	43.8	44.6	37.8	41.7	45.1	43.4	38.5	40.5	41.5	36.5	33.3	40.0	38.8	37.3	36.3	34.3	36.0	41.9	38.0	39.6	
FERBASA	4.1	4.1	4.1	4.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.5	3.3	1.2	
FIBRIA	57.6	51.7	46.8	47.5	51.9	45.9	49.9	44.6	42.0	47.5	46.6	46.3	48.7	47.3	43.0	43.1	42.8	40.3	39.9	38.1	36.6	35.7	36.7	43.8	59.0	68.9	59.2	
GERDAU	68.5	67.6	65.2	64.5	60.3	59.2	56.6	49.7	51.2	48.6	44.2	48.2	48.8	47.7	48.3	46.6	47.6	44.9	43.8	57.9	55.6	53.6	49.4	49.7	53.5	52.6	51.0	
MET. GERDAU	81.9	81.3	79.7	79.1	76.1	75.6	73.6	67.7	67.3	65.3	61.0	65.1	65.6	64.9	65.9	64.3	65.5	62.9	62.1	74.3	71.7	70.0	68.9	68.8	71.3	71.1	69.9	
GRENDENE	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.1	16.2	16.8	16.4	16.5	16.8	17.3	16.7	16.2	22.0	22.2	21.3	21.0	17.4	14.0	13.0	11.0	15.8	15.1	12.9	14.8		
HERING	98.8	98.5	93.2	95.6	96.2	98.6	104.4	102.3	99.8	101.2	98.1	81.4	86.2	82.0	80.6	81.0	78.3	81.9	80.0	36.8	31.2	29.0	32.2	30.7	37.4	29.7	25.2	
HYPERMARCAS																		30.0	30.0	30.0	30.0	28.3	14.8	13.2	18.8	18.4	18.0	
JBS						76.2	76.2	76.2	76.2	78.4	78.4	78.4	78.4	93.6	93.6	93.6	93.6	67.9	60.9	55.2	55.1	50.5	47.8	45.2	47.8	50.9	54.6	
KLABIN	73.1	71.8	56.3	37.1	40.4	41.8	42.5	38.4	43.5	44.5	43.0	44.5	44.3	44.5	48.6	48.8	54.9	56.0	55.9	58.2	60.0	61.2	59.3	65.1	70.8	70.3	65.4	
METAL LEVE	5.0	3.9	3.1	2.5	1.8	1.5	0.7	0.4	0.6	1.0	1.2	3.3	6.2	6.4	34.8	33.8	34.7	48.1	43.9	39.6	38.2	43.0	44.1	45.7	55.5	58.7	53.3	
MAGNESITA																		48.2	48.2	48.2	48.2	41.0	42.5	41.4	53.6	54.1	53.1	
M. DIAS BRANCO		29.7	29.7	29.7	29.7	36.6	36.6	36.6	36.6	37.5	37.5	37.5	37.5	44.7	41.9	41.9	38.8	38.5	37.8	34.9	35.6	39.4	53.6	52.9	43.6	40.1	34.2	
MARFRIG														82.6	82.6	82.6	82.6	85.6	49.3	49.0	61.8	66.0	65.2	59.7	61.2	63.3	61.8	
IOCHPE MAXION	46.0	52.3	47.9	46.1	46.4	52.9	51.9	47.8	48.6	48.2	48.6	42.6	43.5	41.5	46.1	42.4	45.4	45.9	42.0	40.6	47.4	43.3	39.0	36.6	43.8	39.0	35.0	
NATURA						28.6	21.1	18.2	23.6	23.2	26.3	23.9	26.4	23.8	22.9	19.2	24.1	20.5	30.4	38.4	44.5	36.4	33.6	37.9	40.7	34.3	37.3	
PARANAPANEMA	92.8	95.7	96.0	99.5	104.5	133.8	135.8	131.5	116.4	117.7	116.5	116.8	115.4	114.3	107.2	103.9	97.7	99.8	100.9	99.6	102.8	106.6	106.6	91.9	64.2	38.7	32.2	32.2
MARCOPOLO	57.1	58.6	52.0	47.8	52.1	49.0	52.8	48.6	47.6	50.5	42.9	40.4	49.4	46.4	47.6	45.2	49.5	52.0	53.7	54.5	60.0	62.0	63.0	64.6	63.3	60.1	57.6	
POSITIVO																										0.4	5.5	
PORTOBELLO	82.2	80.6	72.7	77.2	80.5	80.5	85.8	74.5	74.8	76.0	75.8	77.7	81.0	82.3	86.5	87.8	69.2	74.8	71.9	82.8	81.9	82.0	79.2	85.0	96.4	94.8	88.8	
RANDON	61.2	58.4	56.0	57.1	55.5	51.3	45.4	45.5	46.6	47.9	46.3	43.8	46.4	45.1	33.5	33.2	34.5	32.7	43.3	43.0	41.7	44.9	38.6	45.2	45.4	44.1	41.8	
SAO MARTINHO														24.0	25.5	23.2	23.0	16.2	18.7	22.6	26.0	26.7	31.4	40.3	42.6	41.8	39.5	
SUZANO	64.9	61.8	57.1	54.9	56.2	53.9	56.6	53.0	49.6	53.9	51.9	49.5	53.4	52.8	51.6	54.7	57.6	56.4	56.1	56.1	56.2	56.2	55.4	60.1	67.1	66.1	61.9	
TUPY	85.0	81.7	81.0	86.2	85.0	85.0	85.4	84.8	84.8	84.7	83.6	81.6	79.8	79.1	76.4	78.2	77.4	75.9	72.2	69.8	39.2	34.5	38.2	37.6	42.8	40.5	35.3	
USIMINAS	74.8	70.6	64.7	64.3	63.4	61.4	57.6	50.6	45.0	38.7	32.3	30.6	28.2	24.3	25.2	24.0	22.7	20.0	18.4	16.9	17.1	23.0	25.6	26.6	30.8	32.6	29.4	
VULCABRAS	134.5	136.8	133.0	109.8	99.1	94.0	87.5	79.9	73.6	65.0	57.5	52.7	49.4	43.2	42.0	48.2	45.5	44.4	48.6	71.0	71.0	74.3	68.1	64.0	64.5	64.7	63.0	
WEGE	50.1	44.7	41.0	40.3	41.0	39.6	45.2	39.0	40.6	42.7	44.0	44.3	49.6	46.6	49.7	46.4	47.6	44.8	45.6	44.8	48.6	48.5	45.6	47.0	49.8	48.3	45.0	
MEDIA	63.9	59.1	56.1	55.4	55.3	56.4	56.6	52.1	51.1	50.1	48.8	47.9	49.3	49.2	49.9	49.9	49.1	47.8	46.8	45.5	45.7	45.7	44.5	46.0	50.1	47.7	45.3	
DESVIO PADRAO	29.0	30.8	29.2	27.9	27.6	29.9	30.5	29.8	27.7	27.0	26.6	25.7	25.7	26.1	24.9	24.9	23.5	22.9	20.8	20.4	20.4	20.9	19.4	18.0	19.7	21.7	20.1	

ANO/TRIMESTRE	09T3	09T4	10T1	10T2	10T3	10T4	11T1	11T2	11T3	11T4	12T1	12T2	12T3	12T4	13T1	13T2	13T3	13T4	14T1	14T2	14T3	14T4	15T1	15T2	15T3	15T4
AMBEV	26.8	24.8	24.3	22.2	22.2	21.7	21.5	16.9	17.5	13.8	12.3	13.4	9.9	9.8	8.8	8.8	6.3	6.6	6.1	5.6	5.8	5.7	5.7	5.8	6.9	
ALPARGATAS	22.9	18.5	13.4	15.5	11.7	18.4	17.4	17.2	18.0	13.8	13.6	13.0	15.6	15.3	16.1	18.2	22.7	23.3	21.7	17.6	17.3	20.5	22.7	20.5	21.5	26.8
MINERVA	69.8	69.9	72.9	74.9	73.9	76.3	78.0	79.0	73.6	79.2	83.2	87.7	87.7	78.0	77.0	86.2	83.3	88.6	86.6	88.4	92.3	91.7	100.5	96.5	106.3	105.8
BRF	40.6	40.1	39.3	37.8	35.3	34.6	34.4	34.7	36.4	36.4	36.1	40.7	39.2	39.6	37.9	40.2	39.8	41.0	39.6	40.7	41.2	42.6	46.2	43.9	51.8	52.9
BRASKEN	63.6	67.3	66.4	59.3	56.2	55.1	53.9	53.0	58.9	60.0	66.4	67.2	67.1	67.4	71.0	69.3	71.1	73.3	68.3	71.9	71.7	81.0	86.0	82.1	92.3	93.1
CSN	69.9	72.3	69.3	73.1	74.0	72.5	72.5	76.5	76.9	77.7	77.6	79.7	79.0	77.8	79.1	79.6	78.6	77.4	79.2	80.8	83.0	84.0	83.5	83.5	90.5	81.7
DURATEX	37.0	37.3	32.1	33.2	30.6	31.6	32.3	35.2	34.4	34.2	34.2	35.1	36.3	37.4	36.2	35.5	35.4	36.0	38.1	37.9	37.0	38.2	38.1	37.8	38.3	38.4
EMBRAER	41.0	41.7	38.8	34.9	32.6	32.1	32.9	35.3	36.8	35.5	39.2	41.0	39.5	38.8	43.0	40.6	39.8	38.3	37.9	39.0	38.9	40.0	39.4	48.1	48.1	48.5
FERBASA	4.4	4.6	4.9	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2	1.3	1.0	2.2	0.0	0.0	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	1.1	1.1	1.1	3.2	1.3
FIBRIA	57.6	52.4	41.8	42.9	41.3	40.8	38.0	38.1	43.2	43.8	43.2	43.7	42.0	41.5	39.5	40.6	39.4	40.4	36.9	35.9	36.8	36.4	40.0	38.3	47.4	50.0
GERDAU	47.1	44.0	43.5	43.2	42.9	43.0	42.5	34.1	35.0	35.4	34.8	35.6	35.4	35.0	35.6	35.4	35.1	35.5	35.9	35.8	37.0	37.7	39.7	39.6	43.6	45.5
MET. GERDAU	66.8	65.1	64.7	64.4	64.3	67.1	67.2	61.5	62.0	62.4	61.9	62.2	61.9	61.6	62.3	61.8	61.5	61.8	62.3	62.2	63.2	65.0	66.4	66.4	70.0	69.8
GRENDENE	12.2	8.2	6.6	3.4	2.7	9.6	9.2	10.3	10.6	5.8	5.9	3.7	1.5	6.6	3.6	4.7	5.9	5.4	7.7	4.5	6.2	6.9	5.4	7.1	7.5	7.5
HERING	24.4	19.7	13.1	10.3	12.0	9.3	8.3	6.8	6.1	4.7	3.7	3.6	3.1	3.1	2.6	0.1	2.6	2.6	2.3	2.3	2.1	2.1	1.5	0.4	0.0	0.1
HYPERMARCAS	14.7	18.9	23.0	18.9	26.2	36.8	33.5	39.9	41.3	40.6	38.9	39.9	38.6	36.6	36.7	37.5	39.7	35.6	36.6	37.1	38.0	39.1	40.0	39.3	41.2	38.0
JBS	54.3	51.7	49.2	47.4	49.3	52.0	51.5	45.5	47.9	47.7	47.5	50.6	49.5	49.9	50.4	53.1	58.0	59.9	59.8	61.4	62.0	62.4	64.2	65.0	67.6	70.2
KLABIN	63.7	65.9	50.8	50.6	50.1	49.3	47.5	47.1	52.5	51.7	50.9	55.7	53.8	52.7	51.2	53.0	52.4	56.4	51.4	52.9	58.6	60.9	67.6	67.3	77.8	77.1
METAL LEVE	47.9	42.8	35.2	41.9	41.2	32.4	31.8	35.6	34.4	34.3	31.3	29.0	29.1	26.0	30.4	27.9	26.7	26.2	25.1	25.8	27.2	30.8	31.7	32.4	31.8	27.1
MAGNESITA	53.3	44.5	34.7	36.5	35.7	37.6	28.4	29.0	28.1	27.4	25.8	28.2	26.9	27.9	25.5	25.2	24.7	33.2	44.1	44.2	45.6	35.2	48.0	46.7	55.7	60.8
M. DIAS BRANCO	30.0	25.6	22.9	22.3	18.8	13.6	17.7	18.1	16.1	22.3	21.4	21.2	17.1	14.9	16.1	14.9	18.5	16.9	15.0	16.2	17.1	16.2	16.9	17.3	18.1	16.9
MARFRIG	62.0	55.2	60.7	64.1	57.4	71.5	61.0	63.8	67.1	78.2	78.6	78.1	78.3	75.1	75.6	73.8	74.7	75.0	76.2	76.5	81.4	85.1	95.4	94.3	94.7	95.0
IOCHPE MAXION	63.3	57.4	45.7	43.2	46.5	48.4	47.9	47.4	48.3	74.4	76.8	75.7	76.7	74.5	70.7	69.9	69.4	70.0	70.3	69.0	67.6	65.4	64.6	60.4	61.3	
NATURA	39.1	38.2	32.7	36.2	40.5	35.5	48.6	46.3	54.1	48.7	54.8	57.3	67.8	64.0	75.0	67.0	74.4	71.6	74.1	79.3	79.7	78.0	80.4	84.9	87.4	84.3
PARANAPANEMA	29.8	25.7	20.7	17.2	23.0	30.1	31.6	29.8	29.6	29.6	30.1	33.0	34.4	35.5	35.4	37.0	38.0	44.8	40.9	43.8	49.1	52.5	66.1	65.6	91.4	85.0
MARCOPELO	63.2	63.4	60.7	57.1	59.3	58.8	59.0	59.1	58.5	56.1	56.8	55.7	48.8	50.8	60.4	57.4	56.5	54.8	56.7	55.8	56.4	56.2	56.1	55.9	57.3	57.5
POSITIVO	8.0	10.0	22.6	25.3	31.3	37.1	25.6	29.7	45.0	39.5	21.7	25.2	34.7	42.8	36.1	34.8	41.9	46.2	43.8	43.6	43.0	44.0	45.7	52.1	57.9	59.6
PORTOBELLO	86.2	80.1	81.5	78.6	72.2	70.1	71.9	69.0	62.7	59.4	53.3	54.5	47.0	56.7	59.5	65.0	66.5	60.4	59.9	62.8	64.2	65.3	70.8	69.1	72.2	75.1
RANDON	51.6	49.6	45.1	43.8	50.7	53.4	53.2	49.8	49.6	52.3	52.5	57.5	54.0	57.6	63.5	60.1	66.2	66.1	64.7	63.5	62.4	64.3	68.0	67.0	72.6	70.8
SAO MARTINHO	40.4	40.1	36.1	35.4	37.4	30.1	26.7	29.0	32.1	38.1	37.8	47.5	47.0	47.5	48.5	40.3	40.1	41.8	43.4	45.4	53.4	55.9	55.3	55.0	60.1	58.9
SUZANO	59.1	59.7	45.3	44.3	47.4	45.3	44.3	41.8	46.2	47.5	48.9	46.8	47.0	49.3	50.3	52.8	52.8	54.6	53.9	53.4	55.5	57.2	61.6	58.5	62.9	61.5
TUPY	46.0	43.2	41.6	40.4	45.8	46.3	44.8	43.7	49.7	62.1	61.9	62.8	60.5	60.6	62.0	60.5	56.9	48.6	47.7	47.0	50.8	51.2	52.0	50.3	50.5	50.9
USIMINAS	27.4	25.9	25.2	30.8	33.6	30.8	30.8	31.4	33.0	33.6	32.9	33.9	33.8	32.9	32.0	32.6	30.9	29.0	28.1	28.2	28.5	28.6	30.2	32.4	35.4	37.0
VULCABRAS	61.3	62.4	58.9	56.5	58.4	58.6	58.0	66.8	71.0	83.4	86.0	88.7	92.6	99.5	103.7	106.8	107.3	86.0	90.6	95.4	94.1	92.2	92.1	94.4	90.6	95.0
WEGE	45.5	44.2	35.4	39.7	41.1	41.2	40.7	43.3	47.7	47.6	46.8	46.0	42.3	39.8	45.8	41.8	40.0	41.3	40.9	41.2	42.0	44.7	47.6	46.7	46.4	46.1
MEDIA	45.0	43.2	40.0	39.7	40.2	40.9	40.1	40.2	42.0	42.7	42.9	44.6	44.0	44.4	45.4	45.2	45.9	45.5	45.6	46.0	47.4	48.1	50.9	50.9	54.6	54.6
DES/VO PADRAO	19.9	19.8	19.2	19.3	18.9	19.0	19.0	19.1	19.0	21.2	22.6	23.4	23.8	23.6	24.6	25.1	24.9	23.5	23.9	24.6	25.1	25.3	26.8	26.6	28.5	28.1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3