



# TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

389

## Indústria e grandes empresas no governo do Partido dos Trabalhadores

Marco Antonio Rocha  
Luis Fernando Novais

Agosto 2020



**ie** Instituto de  
economia

# Indústria e grandes empresas no governo do Partido dos Trabalhadores

Marco Antonio Rocha <sup>1</sup>

Luis Fernando Novais <sup>2</sup>

## Resumo

O trabalho apresenta uma análise de indicadores financeiros relativos às grandes empresas de capital aberto no Brasil e discute algumas considerações sobre as características do encerramento do ciclo de crescimento da economia brasileira entre 2003 e 2014, especialmente a crescente fragilização financeira das empresas no fim do ciclo de crescimento. O texto também procura discutir algumas características da evolução estrutural da indústria brasileira durante o Governo do Partido dos Trabalhadores.

**Palavras-chave:** Indústria manufatureira; Corporações; Estrutura Industrial: América Latina.

## Abstract

The paper aims to discuss some financial indicators related to the listed non-financial companies and put forth some considerations about the characteristics of the growth cycle of the Brazilian economy during 2003-2014, specially the financial fragilization of the companies in the final stage of the growth cycle. The paper also tries to discuss the evolution of the Brazilian industrial structure during the Workers Party administration.

**Keywords:** Manufacturing industry; Corporations; Industrial structure: Latin America.

**JEL** L600, L200, N160.

## Introdução

O governo do Partido dos Trabalhadores foi um período de profunda importância no que diz respeito à redefinição da estrutura dos setores industriais no Brasil. Primeiramente, porque, de certa maneira, reorganizou as formas de relação entre setor público e setor privado, garantindo algum nível de consolidação de um conjunto de empresas líderes em setores cuja estrutura resultante do processo de “desestatização” dos anos 1990 apresentava disfunções sérias e que dificultavam a ampliação dos investimentos e a governança setorial. Por outro lado, a reorganização setorial conduzida pelas instituições públicas, foi concomitante com o ciclo de crescimento interno e com a alta dos preços das *commodities*, assegurando um período de alta rentabilidade e crescimento patrimonial do setor privado.

Se do ponto de vista da rentabilidade do grande capital nacional, o governo do Partido dos Trabalhadores foi um momento de crescimento e consolidação das atividades dos grupos econômicos locais; em termos da estrutura industrial como um todo, foi um período de aprofundamento do processo de desindustrialização, com esvaziamento das cadeias produtivas e avanço do processo de substituição dos insumos produzidos localmente. Nesse sentido, a política industrial – quase ausente durante praticamente toda a década de 1990 – e retomada no governo do PT, pouco adiantou para reverter o processo, repetindo inclusive alguns velhos problemas de planejamento e gestão das políticas industriais.

O intuito deste artigo é apresentar algumas questões relacionadas ao ciclo de crescimento do grande capital no Brasil e as características de seu encerramento. A mudança da orientação sobre a política cambial,

---

(1) Professor e pesquisador do Núcleo de Economia Industrial e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. E-mail: [mamrocha@unicamp.br](mailto:mamrocha@unicamp.br).

(2) Economista pela Universidade Estadual de Campinas e assessor sênior da Fundação Seade na Diretoria De Adjunta De Análise e Disseminação de Informações. E-mail: [luisfernandonovais@gmail.com](mailto:luisfernandonovais@gmail.com).

o fim do ciclo de alta dos preços das *commodities* e a redução do crescimento da demanda agregada durante o primeiro Governo Dilma compuseram um cenário no qual a passagem de uma fase de alta rentabilidade para outra de baixos lucros e fragilização financeira ocorreu de forma drástica. A reversão abrupta do ciclo de crescimento a partir de 2014, resultou na frustração das estratégias empresariais e na rápida deterioração das expectativas do empresariado. Essas mudanças, ao fim, não podem ser dissociadas do crescimento do apoio da classe empresarial à destituição da Presidenta Dilma em 2016.

O contraste que se apresenta em relação aos governos Lula e Dilma requer considerações mais prolongadas sobre as bases da retomada do investimento público, o papel das grandes construtoras e os arranjos produzidos durante o primeiro governo Lula. O início da “Operação Lava a Jato” em 2014, ao imobilizar o núcleo duro dos arranjos montados em torno dos processos de reorganização setorial e dos setores contemplados pela política industrial, provocaram a paralisia parcial dos investimentos públicos. É emblemático a esse respeito, por exemplo, o caso da interrupção dos investimentos da Petrobrás e a disseminação dos seus efeitos por meio da interdição dos contratos públicos e financiamentos às grandes construtoras.

O artigo, portanto, apresenta primeiramente uma descrição de algumas características importantes do ciclo de crescimento durante o governo Lula e de seus efeitos sobre a estrutura empresarial brasileira, principalmente com relação às grandes empresas nacionais. A segunda seção discute a interrupção do ciclo de crescimento e o desempenho das grandes empresas brasileiras, com foco na deterioração dos indicadores de desempenho e das suas causas.

## **1. As grandes empresas nacionais no Governo Lula**

Embora fuja um pouco do escopo do trabalho, uma breve contextualização da situação geral do setor produtivo no início do governo Lula contribui para compreender o sentido de parte das intervenções políticas realizadas. As reformas promovidas durante a década de 1990, seguidas da crise cambial no fim desse período, promoveram uma conjuntura semelhante àquela formada no período após a crise internacional de 2008, com crescimento dos passivos em dólar e dos encargos financeiros do setor produtivo e a necessidade de reavaliar os planos de investimento, gerando em muitos casos a reavaliação da situação de alavancagem financeira e a venda de ativos como forma de reduzir o grau de endividamento.

Deste modo, a situação do setor privado no início dos anos 2000 era em geral de sobre-endividamento – principalmente no caso dos grupos econômicos envolvidos na privatização. O choque cambial de 1999 provocou uma elevação nos passivos e gerou imensas dificuldades em se levar adiante o processo de concentração e reestruturação setorial iniciado a partir das privatizações (Rocha e Silveira, 2015). O cenário, portanto, era de relativa fragilização do setor privado nacional.

A privatização envolveu a mobilização de uma parte significativa dos grandes grupos econômicos nacionais, com estratégias que pressupunham a aquisição rápida de um conjunto vasto de ativos. Como a maior parte dos setores industriais privatizados eram intensivos em escala e recursos naturais com baixa intensidade tecnológica, esses setores garantiam algumas vantagens competitivas seguras para apoiar a expansão dos grupos econômicos, em um momento em que os setores mais intensivos em tecnologia se encontravam mais expostos à concorrência internacional (Castro, 2001).

A lógica adotada na privatização teve como resultado um conjunto fragmentado de empresas, em muitos casos com pequenas escalas produtivas e desatualizadas em relação ao *benchmarking* competitivo internacional. A necessidade de se levar adiante algum processo de reestruturação e modernização dos setores privatizados exigiu a ampliação das fontes de financiamento e a reorganização da estrutura societária

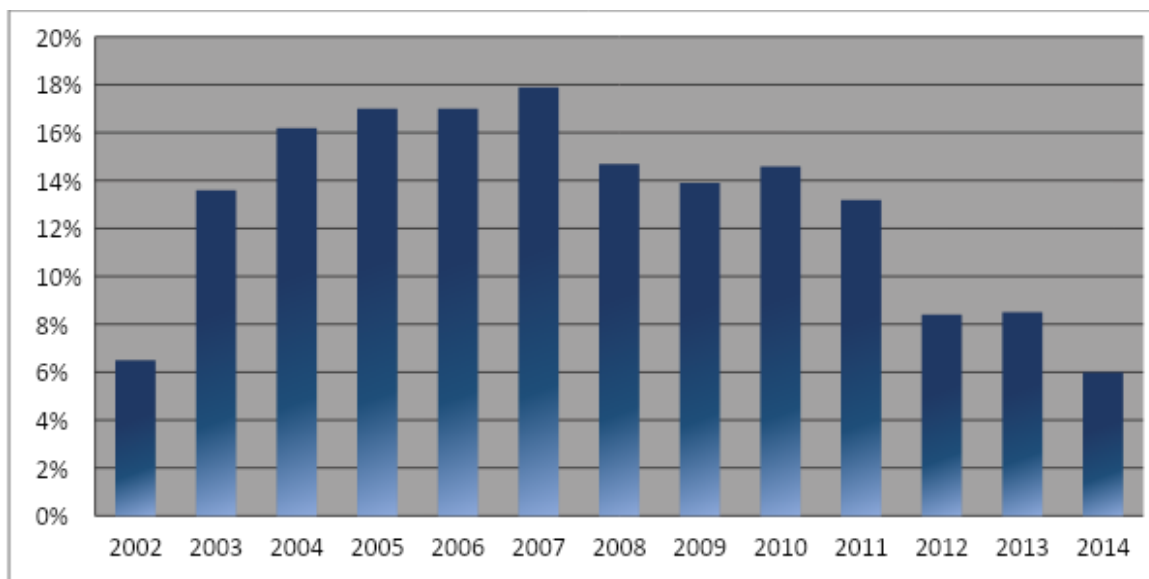
dos consórcios – e posteriormente, das *holdings* – surgidos durante os leilões. Nesse caso, a aproximação a um padrão competitivo dependia, sobretudo, da reorganização das relações intrasetoriais e a promoção de algum grau de concentração nos setores mais internacionalizados e intensivos em escala (Rocha; Silveira, 2015).

Assim, no começo dos anos 2000, as grandes empresas haviam adquirido um grande volume de dívidas em divisas estrangeiras e o prosseguimento das estratégias de reestruturação setoriais dependia da mobilização de outras fontes de capital – particularmente sob a forma de capital acionário dado o alto endividamento do setor produtivo. Nesse contexto que deve ser entendido a lógica de mobilização durante o governo Lula de empresas estatais e bancos públicos, além da mobilização crescente dos fundos de pensão, como instrumentos na orientação das estratégias de consolidação de certos setores.

Os casos mais notórios são a ampliação da participação do BNDESPar em uma série de empresas (e.g. JBS, Gerdau, Copel, Kablin), o retorno da Petrobrás ao setor petroquímico e de fertilizantes e a participação dos fundos de pensão e bancos públicos na aquisição de ativos e recuperação financeira de empresas afetadas pela crise de 2008 – como no caso da BR Foods. A mobilização dessas fontes de financiamento garantiu acesso barato a crédito e promoveu a concentração de setores industriais importantes, sobretudo nos insumos básicos, resultando em taxas significativas de crescimento patrimonial das grandes empresas nacionais a partir do ciclo de crescimento pós-2004 (Hiratuka; Rocha, 2015).

O equacionamento desse quadro durante o governo Lula, acompanhado da alta de preço das *commodities* e do crescimento da demanda interna, garantiu taxas elevadas de retorno. A crise de 2008 marca a reversão desse quadro, com a queda da rentabilidade e o aumento progressivo do endividamento a partir da frustração dos planos de investimento e dos efeitos do câmbio sobre os estoques das dívidas do setor privado.

Gráfico 1  
Rentabilidade do patrimônio líquido dos 200 maiores grupos econômicos – 2002-2014



Fonte: Valor Grandes Grupos. Elaboração dos autores.

Após a crise, uma série de fatores contribuiu para a piora da conjuntura econômica, como a redução do ritmo de crescimento do comércio internacional e o acirramento da concorrência asiática, que se

converteu em perdas de *market share* das empresas brasileiras tanto no mercado doméstico como em terceiros mercados. Importante ressaltar também que o arranjo formado para a expansão dos investimentos públicos em infraestrutura era fundamentalmente baseado na centralidade das grandes construtoras, tanto na execução das obras como nos arranjos financeiros de apoio aos investimentos necessários. Nesse sentido, a interdição dos contratos com as grandes construtoras significou, na prática, o fechamento de parte importante dos canais de execução do investimento público e das empresas estatais.

As grandes construtoras, ao longo dos anos 2000, tornaram-se as principais sócias responsáveis pela execução das obras atreladas aos pacotes de concessões rodoviárias, dos projetos de investimento em geração de energia – como Belo Monte e Jirau – e de uma parte considerável da expansão da indústria parapetroléira em conjunto com a Petrobrás. A centralidade adquirida pelas grandes construtoras na reestruturação setorial da indústria brasileira, seja desempenhando o papel de sócias das empresas criadas a partir da reorganização societária posterior à privatização ou de executoras das obras de expansão da produção em setores em que o peso das empresas estatais é significativo, ajuda a compreender o impacto da “Operação Lava a Jato” na redução dos investimentos.

O fato é que ao fim de 2010, apesar de alguns efeitos já perceptíveis da crise sobre a rentabilidade operacional de alguns setores, para o conjunto das grandes empresas nacionais, a posição era confortável no que diz respeito à rentabilidade, grau de endividamento e liquidez. Além disso, houve em muitos casos um aumento considerável do grau de internacionalização e de consolidação de uma posição de liderança setorial para algumas das principais grandes empresas nacionais (Hiratuka; Rocha, 2015; Almeida et al., 2016). As mudanças na estrutura empresarial, ainda que significativas, contrastam com a perda relativa de participação da indústria de transformação no valor adicionado de forma contínua ao longo de todo o governo do Partido dos Trabalhadores, em especial após a crise.

Importante notar, porém, que o governo Lula representou a reestruturação de uma série de arranjos setoriais na economia brasileira, com o aumento do protagonismo das empresas públicas – Petrobrás e Eletrobrás – no financiamento e operacionalização dos investimentos produtivos; maior participação dos fundos de pensão na composição das sociedades concessionárias dos novos projetos de concessão pública e no capital acionário das grandes empresas; e um maior ativismo dos bancos públicos na compra de títulos dos grandes grupos econômicos brasileiros.

Independente das críticas relativas a esse modelo, é perceptível que, no que tange à atividade industrial, uma série de iniciativas buscou fortalecer as estruturas de intervenção estatal. Os arranjos montados garantiram entre 2004 e 2008 uma taxa de crescimento anual da formação bruta de capital fixo de aproximadamente 9% e a retomada dos projetos de expansão da oferta em setores importantes, como petroquímica, siderurgia, papel e celulose, indústria naval e indústria de defesa.

O governo Lula, portanto, inaugura um novo arranjo societário típico entre o grande capital e setor público no Brasil. As principais características são a participação das instituições financeiras públicas e fundos de pensão na estrutura societária dos grandes grupos econômicos, a diversificação das grandes construtoras para novas áreas de negócios criadas pelo estado brasileiro – indústria de defesa, indústria naval, concessões públicas, etc. – e o retorno de empresas estatais a setores estruturalmente desarticulados após a privatização – como petroquímica e fertilizantes (Rocha, 2013).

Na próxima seção, serão apresentados alguns dados relativos ao desempenho das grandes empresas durante o processo de crescimento e desaceleração econômica. Através da análise dos indicadores financeiros das empresas não financeiras, será discutido as características da reversão do ciclo de

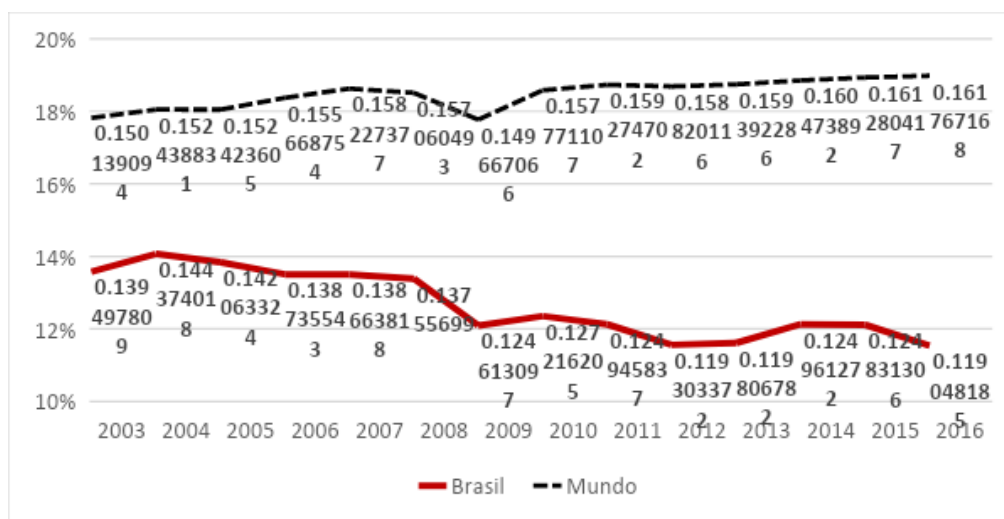
crescimento da economia brasileira e suas consequências sobre o setor produtivo. A discussão visa demonstrar alguns dos atributos específicos da recessão da economia brasileira no período recente.

### Desempenho das grandes empresas e características da reversão do ciclo

Se a crise internacional ao final de 2008 teve efeitos imediatos na contração do crédito internacional e na queda da produção industrial, a recuperação da economia brasileira em um primeiro momento mostrou-se rápida e, em 2010, a taxa de investimento já tinha recuperado seu dinamismo. Embora a economia brasileira tenha reagido rapidamente, parte do conjunto de instrumentos anticíclicos colocados em atuação, ao não terem consistência ao longo do tempo, tiveram, ao fim, efeitos que aprofundaram a crise nos anos seguintes.

A queda do ritmo de crescimento do comércio internacional e o conseqüente acirramento da concorrência internacional expuseram a fraca competitividade de diversos setores indústria brasileira. O aumento expressivo do coeficiente de importações dos manufaturados acelerou o processo de esvaziamento das cadeias produtivas e reduziram sensivelmente a capacidade de encadeamento da indústria nacional. O coeficiente de penetração das importações, para o setor manufatureiro, cresceu de cerca de 15% para 22% entre 2009 e 2015 (Sarti; Hiratuka; 2016), demonstrando a continuidade do padrão de ajuste das empresas brasileiras às cadeias globais de valor através da ampliação da rede de fornecedores estrangeiros (Rocha, 2015).

Gráfico 2  
Participação do Valor Adicionado pela Indústria de Transformação no Produto Interno Bruto – Brasil e Mundo (2003-2016)



Fonte: UNIDO Database. Elaboração dos autores.

Foi a exacerbção das fragilidades da indústria brasileira nos primeiros anos de Governo Dilma que definiu o caráter, em grande parte, reativo das políticas industriais e destinadas ao setor produtivo. No período posterior à crise, o governo brasileiro reagiu com um conjunto de medidas visando à manutenção do ritmo dos investimentos e um conjunto de iniciativas de política industrial, que procuraram elevar os investimentos em inovação tecnológica e a participação da produção nacional na indústria manufatureira. Um dos pontos que marca o início do governo Dilma é a tentativa de agrupar uma série de mecanismos

dispersos de política industrial até então, lançados durante o governo anterior, em programas voltados à perceptível perda de competitividade da indústria nacional.

No plano das políticas industriais lançadas, entre as iniciativas de maior destaque estão o Plano Brasil Maior (2011), o Programa Inova Empresa (2013). Os programas procuraram fornecer maior coordenação entre os diversos mecanismos de financiamento – tais como crédito, subvenção e isenções – e a política industrial voltada aos setores considerados estratégicos, no caso, o complexo de saúde e fármacos, defesa, TICs, gás e petróleo, aeroespacial, nuclear e energia renovável.

O Plano Inova Empresa procurou articular instrumentos dispersos de financiamento à inovação com as estratégias de desenvolvimento setorial contidas no Programa Brasil Maior. O Programa Brasil Maior já havia integrado a utilização dos recursos dos fundos setoriais, por meio do Comitê de Coordenação dos Fundos Setoriais, que passou a viabilizar as ações transversais que compuseram a estratégia de política de inovação tecnológica. Além das ações apresentadas no Inova Empresa, a Finep ainda reformulou e ampliou os recursos de outros instrumentos de crédito e subvenção econômica da instituição, sobretudo com relação aos repasses para as Fundações de Amparo à Pesquisa (FAPs) estaduais e foi criada a Empresa Brasileira de Pesquisa e Inovação Industrial.

Esse conjunto de informações sugere que, até pelo menos 2013, os governos do Partido dos Trabalhadores haviam proposto um conjunto de mecanismos de peso significativo para melhorar as condições de financiamento tanto para os grandes projetos de infraestrutura quanto para impulsionar a competitividade das empresas brasileiras. Ao menos do ponto de vista do apoio à grande empresa nacional, a política industrial no período dos governos do Partido dos Trabalhadores tinha não só ampliado o leque de mecanismos, como avançado na coordenação e centralização dos recursos, tendo reorganizado os arranjos institucionais importantes com um conjunto de agências, fóruns e conselhos que buscavam aumentar a interação entre poder público e sociedade civil (Cano; Silva, 2010).

Em suma, ainda que tenham pesados os efeitos da crise sobre algumas grandes empresas, de 2003 até pelo menos 2010, o setor produtivo brasileiro tinha passado por um período de alta rentabilidade, com um considerável processo de reestruturação setorial e com a ampliação dos mecanismos de intervenção estatal, contando ainda com alguns avanços na coordenação do repasse dos fundos setoriais no período após a crise. A rentabilidade média ainda se encontrava acima da média do período anterior a 2002 e o grau de endividamento das empresas próximo ao patamar típico da economia brasileira.

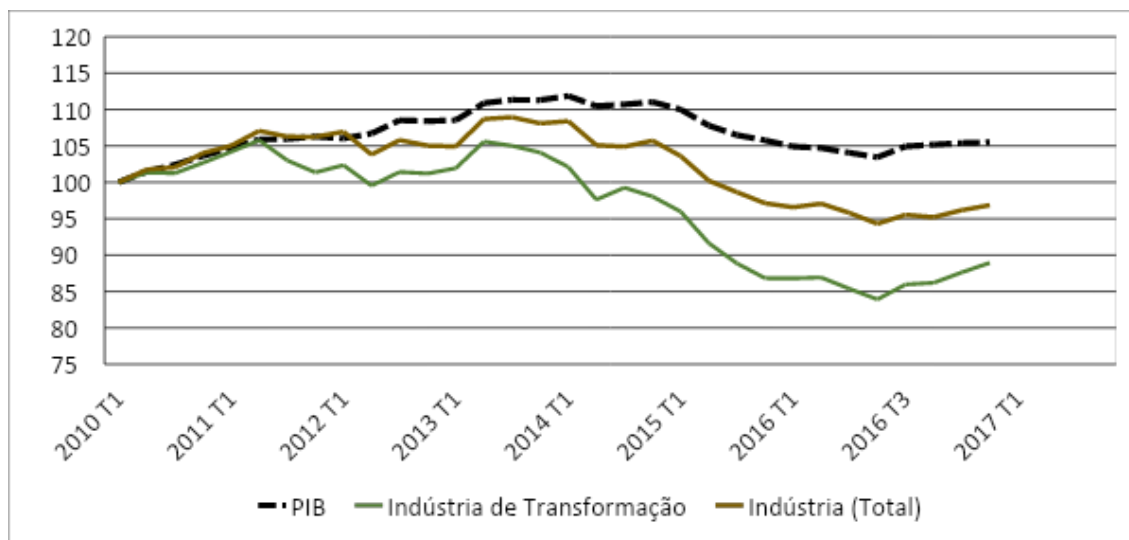
O ano de 2014 marca uma reversão desse período, o aprofundamento da crise no setor industrial se tornou um componente importante na retração da demanda e a partir de 2015, com o início do ajuste fiscal e a mudança da política macroeconômica, a crise atinge o equilíbrio financeiro das empresas privadas. Apesar da recuperação da atividade industrial em 2013 com relação à 2012, a indústria de transformação foi expressivamente o setor de atividades de pior desempenho nos anos de recessão econômica.

Para além das questões diretamente ligadas à gestão macroeconômica, a dinâmica do investimento da Petrobrás também contribuiu para explicar parte da dinâmica de fragilização financeira do setor privado. Em 2010 o investimento da Petrobrás representou quase 18% do total da contribuição das empresas não financeiras para a formação bruta de capital fixo. Em 2014, ano de início da “Operação Lava a Jato”, a Petrobrás respondia por cerca de 14% da formação bruta de capital fixo das empresas não financeiras.

A elevação da taxa de investimento da Petrobrás ao longo de todo o período analisado, atrelada ao desenvolvimento de toda a cadeia produtiva da indústria parapetroléira e sua reversão no período após 2010 também é um componente importante na explicação da recessão. A manutenção do ritmo de crescimento da taxa de investimento da Petrobrás no período entre a crise e 2010 contra a tendência de retração dos

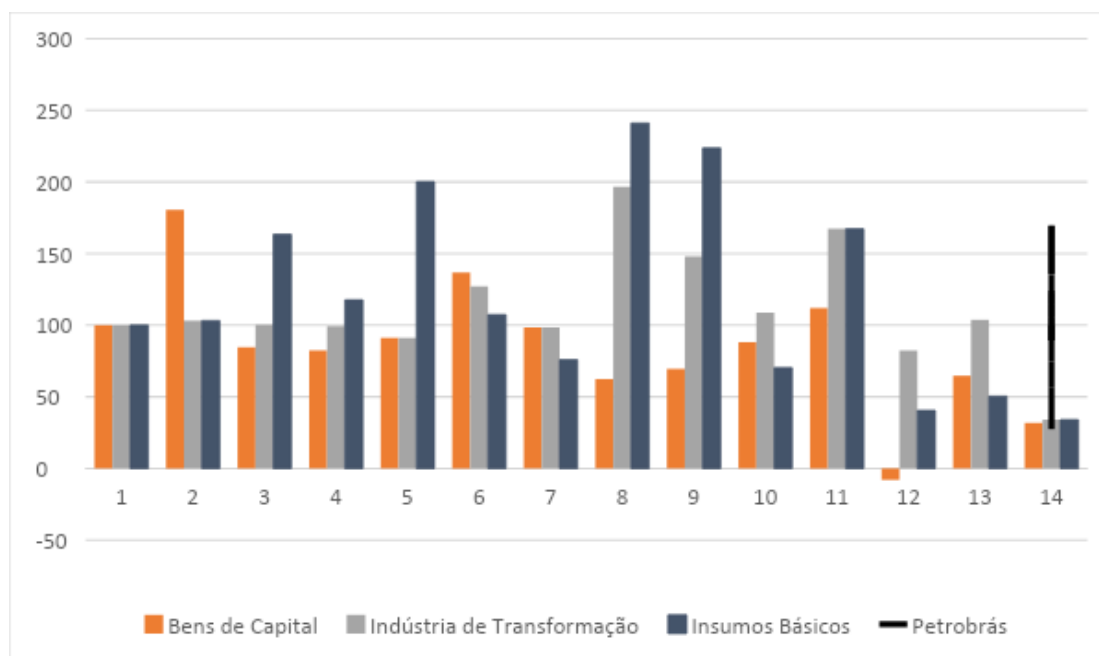
investimentos da indústria de transformação como um todo (Gráfico 4) demonstra a relevância da atuação da empresa como instrumento anticíclico.

Gráfico 3  
Variação trimestral do Produto Interno Bruto – Total, Indústria e Indústria de Transformação – Série encadeada (2010 = 100).



Fonte: Contas Nacionais, IBGE. Elaboração dos autores.

Gráfico 4  
Dispêndios em Capital Fixo (Capex) sobre Depreciação – Empresas Seleccionadas<sup>a</sup> – série encadeada (2003 = 100)



Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

Nota: <sup>a</sup> A amostra utilizada para os cálculos dos indicadores financeiros foi composta a partir dos balanços contábeis e demonstrativos de resultado de 145 empresas não financeiras de capital aberto.

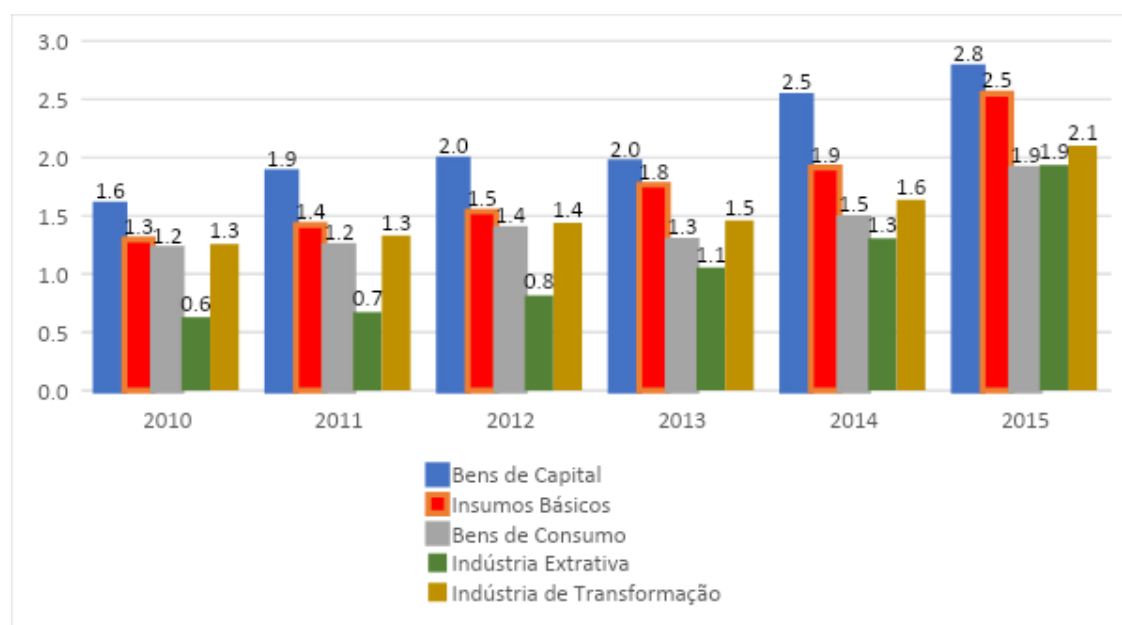


Observando o gráfico acima, além da atuação anticíclica da Petrobrás, chama atenção a manutenção em níveis elevados dos investimentos da Petrobrás. Entre 2008 e 2010, os investimentos da Petrobrás sustentaram boa parte da taxa de investimentos do setor produtivo, a partir dessa data, a taxa de investimento da Petrobrás começa a retrair enquanto os setores de bens de capital e insumos básicos voltam a elevar sua taxa de investimento.

A elevação do endividamento da Petrobrás tornou impraticável a manutenção do nível de investimentos, mesmo antes do período da “Lava a Jato”. Quando ocorre a deflagração da operação, o setor industrial tinha retomado parte dos investimentos e elevado substancialmente o grau de endividamento. A interrupção de grande parte dos investimentos da Petrobrás contribuiu para a queda da rentabilidade das empresas não financeiras, sobretudo nos setores mais intensivos em capital.

Os setores de bens de capital e insumos básicos foram os que elevaram de forma mais significativa seus níveis de endividamento entre 2010 e 2015. Em média, o grau de endividamento das empresas de bens de capital e insumos básicos praticamente dobraram o nível do endividamento líquido (subtraindo os equivalentes de caixa das dívidas totais), para o conjunto da indústria de transformação o grau de endividamento saltou de 1,3 em 2010 para 2,1 em 2015.

Gráfico 5  
Grau de endividamento líquido<sup>a</sup> – empresas selecionadas – (2010-2015)



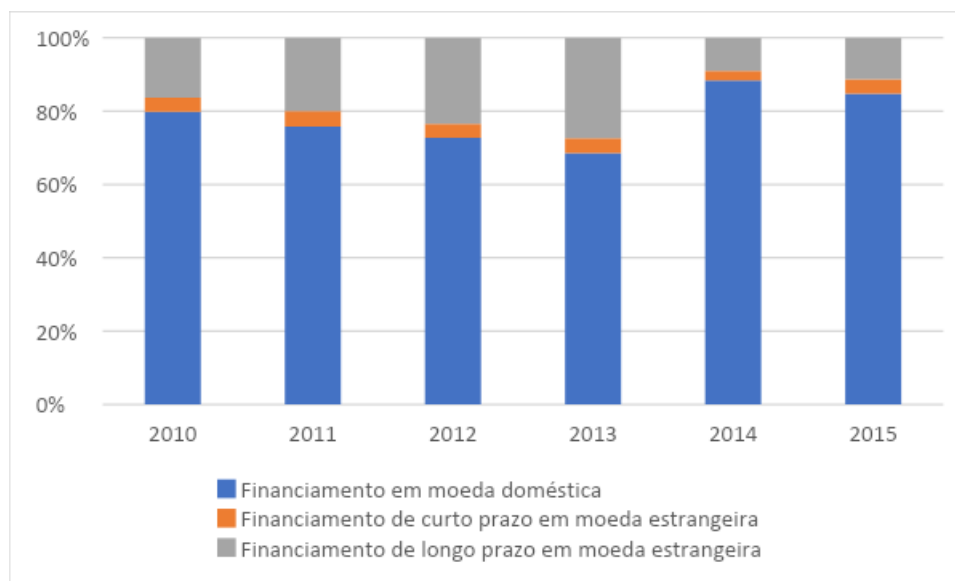
Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

Nota: <sup>a</sup> endividamento líquido = (passivo total – equivalentes de caixa)/patrimônio líquido.

A composição da dívida total das empresas analisadas (contabilizada em dólar) sugere mais uma dimensão do aprofundamento da crise a partir de 2014. Tomando o total das dívidas, o endividamento em moeda estrangeira representava cerca de 21% do volume total de financiamento em 2010, recuando para 15,5% em 2015. Entretanto, quando observadas apenas as empresas que possuíam dívidas em moeda estrangeira – aproximadamente 60% das empresas da amostra – a participação do financiamento em moeda estrangeira salta de cerca de 20% em 2010 para 38,8% do valor total das dívidas dessas empresas em 2015.

Embora tenha havido um acréscimo da participação das dívidas em moeda doméstica para um conjunto significativo de empresas – aquelas que vinham captando financiamento externo – a exposição cambial aumentou sensivelmente. Com a depreciação cambial, a partir de 2014, as dívidas em dólar foram responsáveis pelo acréscimo significativo do grau de endividamento.

Gráfico 6  
Participação do financiamento em moeda estrangeira (em US\$)  
Empresas selecionadas – (2010-2015)



Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

Para tentar isolar o efeito da taxa de câmbio sobre o processo de fragilização financeira das empresas analisadas, foi calculado um índice de fragilização financeira proposto inicialmente por Dreissen (1985) e utilizado também em Almeida, Novais e Rocha (2016)<sup>3</sup>, mas com a incorporação dos efeitos provocados pelas variações cambiais. O índice baseia-se na razão entre os fluxos financeiros líquidos e as receitas operacionais das empresas, ponderados pelos estoques de ativos e passivos. Desse modo, tomando de empréstimo a terminologia dos trabalhos de H. Minsky (1982; 1986), as empresas podem estar em três intervalos distintos: *Ponzi*, quando o valor do índice é superior a 1; *Hedge*, quando valor do índice está entre 1 e 0; e *Speculative*, quando o valor do índice é negativo.

Quando a empresa se encontra em situação *Ponzi*, as despesas financeiras líquidas superam as receitas. No caso *Hedge*, a empresa obtém receitas para cobrir as despesas financeiras e as amortizações das dívidas. A situação *Speculative*, apesar da referência a Minsky, é utilizada buscando incorporar alguns efeitos típicos da financeirização das empresas. Os valores negativos expressam uma situação em que a empresa está obtendo receitas financeiras superiores ao conjunto de despesas financeiras e amortizações. Logo, adota-se o termo *Speculative* para expressar a situação em que as receitas financeiras se sobrepõem ao volume de despesas financeiras. Essa situação serve para demonstrar o tipo de equilíbrio econômico-financeiro adotado por algumas empresas da amostra, em que o grande volume de despesas financeiras era compensado por uma alta rentabilidade dos ativos financeiros.

(3) Aplicações anteriores do índice proposto por Dreissen encontram-se no próprio trabalho do autor, Dreissen (1985), em Bacic (1990) e Almeida, Novais e Rocha (2016).

Deste modo;

$$F = \frac{G}{S};$$

$$G = \frac{\text{amortizações} + (\text{despesas financeiras totais} - \text{receitas financeiras totais}) + \text{variações cambiais}}{\text{Passivo Total}}$$

$$S = \left( \frac{\text{Receita Operacional}}{\text{Ativo Total}} \right) * \left( \frac{1 + e}{e} \right); e: [\text{grau de endividamento}] = \left( \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}} \right)$$

Sendo:

$F \geq 1$  : “Ponzi”

$0 \leq F < 1$  : “Hedge”

$F < 0$  : “Speculative”; assumindo nesse caso que “Speculative” se refere a uma posição em que as receitas financeiras e efeitos cambiais superam as despesas financeiras, no caso em que  $F < -1$ , as receitas financeiras superam inclusive as receitas operacionais ponderadas; definindo uma posição em que a empresa está apoiada em receitas financeiras.

Foram compostos conjuntos de informações referentes ao número de empresas em cada situação financeira – *Ponzi*, *Hedge* e *Speculative* – e à evolução do índice F calculado. Para o conjunto de empresas predomina a situação *Hedge*, embora o número de empresas *Ponzi* tenha crescido ao longo do período. Outro fator que chama atenção é a redução progressiva do número de empresas em situação *Speculative*. Indicando que houve uma redução importante da rentabilidade dos ativos financeiros no período.

Tabela 1  
Índice de fragilização financeira (número de empresas e valor do índice) – 2010-2015

Situação Financeira	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>HEDGE</b>	110	103	104	104	105	99
<b>"SPECULATIVE"</b>	13	14	11	8	9	6
<b>PONZI</b>	22	28	30	33	31	40
<b>TOTAL</b>	145	145	145	145	145	145
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Média</b>	0,361	0,475	0,493	0,509	0,592	0,825
<b>Mediana</b>	0,161	0,196	0,234	0,242	0,304	0,349

Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

Os contornos da crise após 2010, de certa forma, repetem fenômenos recorrentes na economia brasileira desde o Plano Real. Um longo período de apreciação cambial e de grande diferencial entre as taxas de juros internas e externas criam uma tendência ao aumento do endividamento em moeda estrangeira que, a ser seguido por uma reversão das expectativas quanto à taxa de câmbio e sua desvalorização, tem como consequências a retração da demanda agregada pela redução do poder de compra dos salários e a fragilização financeira do setor produtivo pelo aumento do passivo em moeda estrangeira. Como os ganhos com o acréscimo das exportações, ao menos no curto prazo, não superam os efeitos negativos da depreciação cambial, os períodos de depreciações cambiais significativas são, geralmente, seguidos de períodos de crescimento da insolvência do setor produtivo.

Como exercício, também foi utilizado o mesmo índice de fragilização financeira retirando os efeitos da variação cambial sobre os fluxos de caixa. Tanto os valores do índice como o número de empresas em situação *Speculative* e *Ponzi* se reduzem sensivelmente. A variação do valor do índice demonstra como o impacto da desvalorização da taxa de câmbio foi significativo em criar um “momento ponzi” para as empresas brasileiras. Nesse sentido, a diferença entre os índices demonstra também como os efeitos da

desvalorização cambial, condição necessária para retomar a competitividade da indústria brasileira, podem ser contraditórios no curto e médio prazo.

Tabela 2  
Índice de fragilização financeira sem efeitos da variação cambial (número de empresas e valor do índice) 2010-2015

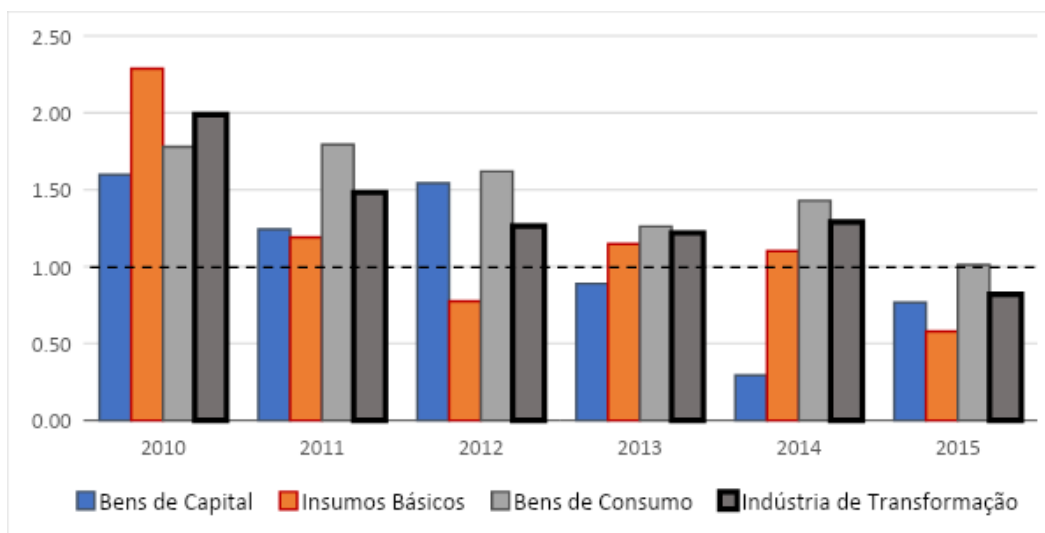
Situação Financeira	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>HEDGE</b>	125	123	125	127	129	124
<b>"SPECULATIVE"</b>	17	18	13	10	9	11
<b>PONZI</b>	3	4	7	8	7	10
<b>TOTAL</b>	145	145	145	145	145	145
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Média</b>	0,112	0,122	0,142	0,147	0,156	0,205
<b>Mediana</b>	0,080	0,098	0,086	0,106	0,114	0,143

Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

Outro fato importante demonstrado pela evolução do índice foi a sensível piora das condições financeiras do conjunto de empresas entre 2011 e 2012. Novamente, o índice reforça a ideia de que a fragilização financeira das empresas se inicia com a ampliação do endividamento em 2011/2012 e com a frustração das expectativas quanto à rentabilidade dos investimentos realizados. Também é ilustrativo como o crescimento do índice perde força entre 2012 e 2013, anos em que a taxa de juros apresentou tendência de redução.

O resultado desse processo foi a piora generalizada da lucratividade do setor privado, sobretudo, entre 2014 e 2015, gerando uma queda significativa da taxa de investimento das empresas não financeiras. O indicador sobre cobertura de juros (despesas financeiras sobre lucro operacional) demonstra resultado semelhante. Até 2010, as empresas estavam em uma situação em que os lucros operacionais superavam com certa folga as despesas financeiras. O gráfico abaixo demonstra também, novamente, como a crise se concentra nos setores de bens de capital e insumos básicos, concentrando o maior número de empresas em que os lucros operacionais não cobriam as despesas financeiras.

Gráfico 7  
Cobertura de juros (receita operacional sobre despesas financeiras) – empresas selecionadas – 2010-2015



Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

Apesar da queda geral da lucratividade, houve de modo geral uma queda mais que proporcional do lucro líquido em relação ao lucro operacional das empresas analisadas, o que indica a importância do aumento das despesas financeiras na deterioração do equilíbrio contábil do setor produtivo. Os indicadores de lucratividade também demonstram como as piores retrações nas margens de lucro se concentraram nos setores de bens de capital e insumos básicos, com pouca variação nos setores de bens de consumo, ao menos nos primeiros momentos da crise.

Tabela 3  
Margens de lucro – empresas selecionadas – (2010-2015)

	Margem Operacional						Margem Líquida					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria Extrativa	28,3%	27,2%	11,9%	11,6%	0,8%	-10,1%	21,4%	19,8%	7,6%	0,4%	-3,2%	-19,4%
Indústria de Transformação	11,6%	10,6%	8,5%	9,7%	9,8%	10,0%	6,4%	4,7%	3,3%	2,7%	3,1%	3,0%
<i>Bens de Capital</i>	9,4%	8,2%	8,7%	6,0%	2,2%	7,0%	6,3%	4,7%	4,4%	0,8%	-2,9%	-0,2%
<i>Insumos Básicos</i>	13,0%	9,3%	5,6%	8,4%	8,4%	7,8%	6,9%	2,9%	0,0%	1,1%	1,1%	-0,4%
<i>Bens de Consumo</i>	10,8%	12,1%	10,7%	11,6%	12,3%	12,1%	6,0%	6,1%	5,6%	4,6%	5,8%	5,9%
Serviços	18,2%	16,0%	9,0%	11,4%	11,5%	8,1%	10,5%	8,1%	2,7%	4,5%	3,1%	-0,9%

Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

A deterioração do desempenho do setor privado pode ser dividida em dois momentos distintos. A primeira retração referente à passagem de 2011 para 2012, tendo um segundo período de queda após 2014, quando a economia como um todo entra em recessão. O ano de 2012 é fundamental para compreender a possível frustração de um ciclo de investimentos que se ensaiava e seus efeitos sobre as expectativas do setor privado. As medidas de afrouxamento da política monetária serviram para uma pequena recuperação em 2013, mas a diminuição do ritmo de investimento da Petrobrás e o depreciação da taxa de câmbio interromperam a retomada da lucratividade em 2014. Em 2015, o acréscimo das despesas financeiras associada a retração econômica produziram prejuízos generalizados para o setor privado e a drástica redução da taxa de investimento.

A distribuição dos ativos das empresas analisadas demonstra também como, de modo geral, as empresas deram preferência ao aumento da participação de ativos líquidos em seu portfólio a partir de 2013. O movimento foi particularmente mais intenso nos setores intensivos em capital. Embora esse movimento não tenha tido grande magnitude, demonstra como as empresas deram preferência à liquidez ao invés de investimentos produtivos à medida que a recessão se aproximava.

Em muitos setores a redução dos ativos não circulantes envolveu a venda da participação em coligadas e o fechamento de plantas produtivas, sobretudo a partir de 2014. Na maior parte dos casos, a liquidação de ativos fixos foi uma das respostas ao crescente grau de endividamento das empresas não financeiras. Como dito anteriormente, esse movimento foi acompanhado da redução progressiva das despesas com capital fixo, demonstrando que nos últimos anos do governo Dilma uma parte considerável das grandes empresas havia entrado em uma trajetória de redução da sua exposição financeira e de ampliação da liquidez de seus ativos, em muitos casos significando estratégias defensivas de desinvestimento e encerramento de áreas de negócios.

Como discutido, a desvalorização cambial foi, entretanto, apenas um dos fatores que formaram a conjuntura atual. Outras causas contribuíram para construir a situação atual do setor empresarial, como a redução dos investimentos da cadeia parapetroleira, o acirramento da competição internacional e, no caso

de alguns setores intensivos em escala, como papel e celulose e siderurgia, o cenário internacional de sobreoferta após a crise de 2008 afetou também algumas grandes empresas brasileiras. Nesse caso, a questão mais interessante sobre a desvalorização cambial foi o fato de além de não ter sido capaz de deter o aumento do coeficiente de importação da indústria manufatureira, provocou um profundo desequilíbrio financeiro das grandes empresas brasileiras.

Do que foi apresentado, fica aparente que a questão da relação entre taxa de câmbio e indústria é muito mais intrincada do que a forma como por vezes ela é tratada no debate econômico. A tendência implícita à apreciação cambial e à elevada volatilidade da taxa de câmbio do Brasil pós-Real definiu trajetórias de ajuste no setor privado em que o financiamento externo e a ampliação do componente importado no bem final são muitas vezes tidos como condições para o incremento da competitividade.

Em momentos de depreciação da taxa de câmbio, os efeitos de curto prazo recaem, em geral, sobre os custos das dívidas e sobre os custos dos insumos importados. Como a memória do empresariado sobre o comportamento da taxa de câmbio ensina que os períodos de câmbio desvalorizado são transitórios, o ajuste a esses períodos é feito usualmente por meio de tentativas de reduzir o grau de endividamento no curto prazo, congelando decisões de investimento e se desfazendo de alguns ativos.

O comportamento usual do setor empresarial nesses períodos de ajuste tende a piorar ainda mais o quadro recessivo em momentos de desvalorização cambial. Vale lembrar que a reação a essa conjuntura no primeiro ano do segundo mandato da presidenta Dilma, com corte do gasto público e aumento generalizado dos preços administrados, teve como resultado a deterioração ainda mais acelerada dos indicadores de equilíbrio financeiro e a acentuação do ajuste defensivo das empresas brasileiras. O ano de 2015 tem como marca a piora significativa de todos os índices de avaliação do setor empresarial, assim como o abandono completo de qualquer apoio da classe empresarial ao governo destituído posteriormente.

### **Considerações finais**

O governo do Partido dos Trabalhadores começou em uma conjuntura que, da perspectiva do setor empresarial, o cenário era de alto endividamento e profunda incerteza sobre a organização da estrutura industrial pós-privatização. O período entre 1998 e 2002 demonstrou como a sequência de crises cambiais pode provocar a interrupção dos investimentos e o desequilíbrio financeiro das grandes empresas brasileiras. Tendo uma conjuntura internacional favorável e contando com a ampliação do mercado de consumo doméstico, entre 2003 e 2007 presenciou-se a reestruturação societária de importantes setores da indústria brasileira e um ciclo de alta lucratividade e aumento dos investimentos.

As grandes empresas brasileiras passaram por uma fase de reorganização de sua estrutura, crescimento patrimonial e aumento do grau de internacionalização, com a consolidação de algumas empresas com liderança de mercado na América Latina, ainda que em setores tecnologicamente maduros. A centralidade de mecanismos de *funding* estatais e das grandes construtoras nesses arranjos promoveu uma considerável concentração nos mecanismos de execução do investimento, principalmente o investimento público. Isso explica, em muito, como a crise política envolvendo as grandes construtoras refletiu na interrupção de canais de realização do investimento produtivo.

A crise de 2008, ao determinar a mudança da conjuntura internacional, promoveu um novo cenário para as empresas brasileiras: um patamar mais reduzido de rentabilidade com menor ritmo de crescimento da demanda. O crescimento do endividamento da Petrobrás impôs um menor ritmo nos investimentos, frustrando o timing dos investimentos dos setores mais dependentes da cadeia petroleira. A depreciação da taxa de câmbio, a retração da demanda doméstica e o impacto do aumento dos preços administrados em

2015, acabaram por criar uma conjuntura particularmente adversa. A incapacidade do governo em equacionar essas questões no curto prazo forneceu enfim algumas das bases objetivas para o rompimento da classe industrial com o governo deposto.

Em um primeiro momento de acirramento da crise, o governo respondeu com a ampliação das medidas de exonerações fiscais que buscaram segurar a retração dos índices de rentabilidade do setor empresarial. Como o ajuste das empresas não financeiras à desvalorização cambial se realiza, em geral, por meio da tentativa de redução do endividamento através da venda de ativos e corte de custos, as isenções fiscais tiveram pouco efeito sobre a recuperação do investimento e, conseqüentemente, pouco efeito também em reduzir o endividamento generalizado do setor privado. Isso ilustra a dificuldade das empresas em realizarem um ajuste financeiro em períodos de retração da demanda agregada e depreciação da taxa de câmbio.

A tentativa frustrada de ajuste fiscal em 2015 consolidou o quadro recessivo no setor empresarial. Do ponto de vista político, os efeitos da crise e as ações reativas implementadas pelo governo posteriormente, ao surtirem pouco efeito, serviram para acirrar o descontentamento em relação ao governo Dilma. Mesmo o conjunto tímido de políticas industriais postas em andamento após 2008, necessitaria possivelmente de um período mais longo para apresentar resultados significativos, além de uma melhor organização da execução. Neste período, as políticas industriais – PDP (Política de Desenvolvimento Produtivo de 2008, e o Programa Brasil fase 1 (2011) e fase 2 (2012) tiveram a sua eficácia diminuída por diferentes determinantes “sistêmicos” fora do controle empresarial, especialmente a taxa de câmbio, extremamente valorizada até 2011. A adoção da agenda de curto prazo proposta pela classe empresarial mostrou-se insuficiente para lidar com os efeitos da desaceleração econômica.

A trajetória das empresas não financeiras após a crise demonstra como a reversão de uma fase de aceleração econômica pode provocar não só um revés geral das expectativas, com efeitos sobre os cálculos de rentabilidade dos investimentos realizados, como também certas respostas dadas em termos de política econômica podem agravar ainda mais o problema, acelerando a deterioração do equilíbrio econômico-financeiro das empresas. Se no primeiro mandato, houve uma percepção errônea da profundidade da crise e das formas de reação, o segundo mandato do governo Dilma – ao adotar o diagnóstico da crise fiscal como responsável pela desaceleração – ampliou os efeitos da crise sobre as empresas não financeiras e o descontentamento do empresariado em relação à continuação de seu governo.

Os dados apontam para o esgotamento do modelo de crescimento que marcou os primeiros mandatos do governo do Partido dos Trabalhadores pelo menos para a indústria para um período anterior ao começo da austeridade. O efeito desse esgotamento recaiu sobre a frustração de um ciclo de investimento nos primeiros anos do Governo Dilma, produzindo um acúmulo de dívidas nas empresas não financeiras, que por sua vez, contribuiu para a queda dos lucros do setor produtivo. Ao apostar no ajuste fiscal como meio de recuperar a confiança do setor privado, o governo produziu uma retração maior ainda na economia, tendo como resultado a fragilização financeira das empresas nacionais e a redução de sua capacidade de investir, seja pela incapacidade de contrair empréstimos, seja pela redução da taxa de acumulação de lucros para reinvestimentos.

Ao fim do governo Dilma dificilmente o conjunto das grandes empresas teria muita capacidade de acelerar sua taxa de investimento, seja pelo alto endividamento ou pela interrupção dos fluxos vindo dos investimentos públicos e das empresas estatais. A falta de percepção sobre o esgotamento do modelo de crescimento e as respostas equivocadas em 2015, ao ampliar o desajuste financeiro do setor privado, ampliou a opinião dentro do empresariado sobre a falta de rumos do governo. No ano seguinte, a classe empresarial deu sustentação pública ao bloco de endosso ao Golpe de 2016.

### Referências bibliográficas

- ALMEIDA, J. S.; NOVAIS, L. F.; ROCHA, M. A. *A fragilização financeira das empresas não-financeiras no Brasil pós-crise*. Campinas: Unicamp. IE, 2016. (Texto para Discussão, n. 281).
- BACIC, M. *Fragilidade financeira e alavancagem: uma aplicação no segmento das maiores empresas do Brasil: 1980-1987*. Dissertação (Mestrado)–Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, 1990.
- CANO, W.; SILVA, A. L. *A política industrial do Governo Lula*. Campinas: Unicamp. IE, 2010. (Texto para Discussão, n. 181).
- CASTRO, A. B. A reestruturação industrial brasileira nos Anos 1990. Uma interpretação. *Revista de Economia Política*, v. 3, n. 83, p. 3-26, 2001.
- DREIZEN, J. J. *O conceito de fragilidade financeira num contexto inflacionário*. Dissertação (Mestrado)–PUC-Rio, 1985.
- HIRATUKA, C.; ROCHA, M. A. *Grandes grupos no Brasil: estratégias e desempenho nos anos 2000*. Brasília: Ipea, 2015. (Texto de Discussão, n. 2049).
- MINSKY, H. *Can it happen again? Essays on instability and finance*. New York: M. E. Sharp, 1982.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New York: M. E. Sharp, 1986.
- ROCHA, M. A. *Grupos econômicos e capital financeiro: uma história recente do grande capital brasileiro*. Tese (Doutorado)–Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, 2013. 204p.
- ROCHA, M. A.; SILVEIRA, J. M. Propriedade e controle dos setores privatizados no Brasil: uma avaliação da reestruturação societária pós-privatização. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 19, n. 1, p. 49-73, 2015.
- SARTI, F.; HIRATUKA, C. Assimetrias no processo de internacionalização da economia brasileira no século XXI. In: LASTRES, H. et al. (Org.). *O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho*. Campinas: Unicamp, 2016.