

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

CRISE ECONÔMICA E REESTRUTURAÇÃO
DE EMPRESAS E BANCOS NOS ANOS 80

JULIO SERGIO GOMES DE ALMEIDA 5/AL 64/F.C

Este exemplar corresponde ao original da
tese defendida por Julio Sergio Gomes de Almeida
em 28/11/94 e orientada pelo Prof. Dr. Luiz Gonzaga
de Mello Belluzzo.

CPG/IE,

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Tese de Doutorado apresentada
ao Instituto de Economia da
UNICAMP sob a orientação do
Prof. Dr. Luiz Gonzaga Belluzzo, 1992-

de Mello

AGRADECIMENTOS E APRESENTAÇÃO

Este trabalho contou com a ajuda de muitas pessoas, a quem eu gostaria de deixar meu agradecimento.

Primeiramente para Luiz Gonzaga Belluzzo, orientador desta tese, meu amigo, meu mestre e companheiro de muitos trabalhos. Não seria possível a elaboração desta tese sem o auxílio dele, sua paciência, bondade e conhecimento da matéria.

Para Maria da Conceição Tavares, de quem fui assistente por tantos anos na FEA/UFRJ. O que posso pretender saber de Economia deve-se ao convívio com a sabedoria da grande professora.

Para Carlos Lessa, o maior professor que já vi em uma sala de aula, meu orientador em outros trabalhos e de quem sempre procurei seguir exemplo em pesquisa e na análise da política econômica.

Para os meus antigos professores e colegas de trabalho do Instituto de Economia da UNICAMP.

No IEI/UFRJ e no IESP/FUNDAP realizei pesquisas sobre empresas e o sistema bancário brasileiro, cujos resultados ilustraram alguns capítulos do presente trabalho. Quero agradecer o apoio dos diretores destas instituições, especialmente, no primeiro caso, Ricardo Tolípan e Maria da Conceição Tavares; no segundo, Frederico Mazzuchelli, Walter Bonini e Luiz Gonzaga Belluzzo. O agradecimento se estende aos economistas que comigo trabalharam nestas pesquisas, José Antonio Ortega do IEI/UFRJ, Carlos Karwal Ferreira, Luiz Fernando Novaes, Patrícia Magaldi F. Santos e Maria Cristina de Freitas todos do IESP/FUNDAP.

X X X X X X X

O trabalho está dividido em duas partes. Na primeira (Ajustamento, Crise e Reestruturação Financeira das Empresas) os temas centrais são o "ajustamento" da economia brasileira, - ou seja, o período compreendido entre 1.980 e 1.984 em que a política econômica procurou, ativamente, responder à crise externa - a natureza da crise que se seguiu e as reações e processos de reestruturação financeira que as grandes empresas empreenderam face às condições de crise e instabilidade nos anos 80. O Capítulo 1 (Lucro e Riqueza sob o Ajustamento) procura estabelecer, de um ponto de vista macroeconômico, as relações compatíveis com as políticas aplicadas no âmbito do "ajustamento".

O objetivo é mostrar que a despeito de causarem uma grave retração econômica, essas políticas não eram incompatíveis com a preservação do lucro, particularmente entre as grandes empresas, nem com a geração de uma riqueza financeira acumulada em condições de declínio da acumulação de riqueza real. O segundo capítulo (Crise e Reações Empresariais) trata, de um ponto Keynesiano, da crise econômica, seus desdobramentos em crise financeira do Estado e crise monetária, bem como das reações empresariais à crise e instabilidade econômica. Após o concluído o "ajustamento" a economia brasileira não só não reencontrou o rumo do crescimento, mas a própria natureza da crise se que seguiu, os seus desdobramentos e as possibilidades abertas ao grande capital, permitiram que este promovesse uma profunda reestruturação financeira e patrimonial. Este é o tema deste capítulo. O seguinte, é, na verdade, um estudo sobre a trajetória da grande empresa no Brasil nestas condições. O estudo cobre os anos 80, apoiado em um amplo conjunto de informações. (Capítulo III, Estrutura Patrimonial e Desempenho Financeiro da Grande Empresa).

A segunda parte (A Crise Monetária e os Bancos) procura acompanhar e descrever a evolução da crise monetária no Brasil em suas várias etapas, culminando com a crise de 1.989 e a Reforma Monetária de 1.990 (Capítulo IV, A Crise Monetária).

O trabalho é encerrado com um capítulo sobre a trajetória dos bancos, também referente aos anos 80 e, como no estudo das grandes empresas, abrangendo um grande volume de informações empíricas (Capítulo V, O Ajuste e o Lucro dos Bancos).

SUMÁRIO

1ª PARTE

AJUSTAMENTO, CRISE E REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS

CAPÍTULO I - LUCRO E RIQUEZA SOB O AJUSTAMENTO

1 - O Lucro Macroeconômico nas Hipóteses do Ajustamento.....	1
1.1 - A Equação de Lucro e os Juros.....	3
1.2 - A Dívida e o Gasto Empresarial.....	15
1.3 - O Lucro Sob Hipóteses Alternativas do Ajustamento.....	22
2 - Fluxo de Riqueza e Direitos de Apropriação.....	26
2.1 - Os Conceitos de Riqueza, Poupança e Investimento.....	26
2.2 - Crédito e "Finance".....	32
2.3 - Os Direitos Sobre a Riqueza nas Hipóteses do Ajustamento.....	42
3 - Desequilíbrio e Crise do Setor Público.....	46
3.1 - O Defícit Público.....	46
3.2 - O Componente de Financiamento no Desequilíbrio Público..	55
3.3 - As Empresas Estatais.....	59
3.4 - A Dívida Pública.....	64

CAPÍTULO II - CRISE E REAÇÕES EMPRESARIAIS

1 - As Etapas do Ajustamento e Crise.....	67
2 - Avaliação da Riqueza e Crise na Interpretação Keynesiana.....	74
2.1 - Demanda Efetiva, Investimento e Flutuações da Economia..	77
2.2 - Crise Privada, Crise do Estado, Crise Monetária.....	86
2.2.1 - Crise Privada e Crise do Estado.....	92
2.2.2 - O Significado da Crise Monetária e a Gestão da Moeda.....	98

3 - Risco, Instabilidade e Reações Empresariais.....	106
--	-----

CAPÍTULO III - ESTRUTURA PATRIMONIAL E DESEMPENHO FINANCEIRO DA GRANDE EMPRESA

1 - As Empresas Industriais Durante a Recessão do Ajustamento....	121
1.1 - As Prefixações, o Endividamento e a Acumulação de Estoques em 1.980.....	123
1.2 - O Ajuste das Margens de Lucro, do Endividamento e dos Mercados Durante o Ajuste Recessivo.....	130
1.3 - O Ajuste da Empresa na Primeira e na Segunda Rodada da Política Recessiva.....	135
2 - A Empresa Líder no Período 1.978-89.....	141
2.1 - Introdução.....	141
2.2 - O Período do Ajustamento Recessivo.....	145
2.3 - Os Anos de 1.984/85.....	152
2.4 - O Plano Cruzado e o Período de 1.987/89.....	166

2ª PARTE

A CRISE MONETÁRIA E OS BANCOS

CAPÍTULO IV - A CRISE MONETÁRIA

1 - A Evolução da Crise e a Gestão Monetária.....	175
2 - A Financeirização dos Preços.....	194
2.1 - Ativos de Exportação e Ativos Para Produção Doméstica..	199
2.2 - A Composição dos Mercados.....	211
2.3 - As Relações entre Câmbio e Juros.....	217
3 - A Polarização da Riqueza e a Crise Monetária.....	226
4 - O Auge da Crise Monetária e a Reforma de 1.990.....	239

CAPÍTULO V - O AJUSTE E O LUCRO DOS BANCOS

1 - Introdução.....	251
2 - O Ajuste Bancário e a Lucratividade dos Grandes Bancos e Conglomerados Durante a Recessão.....	256
2.1 - A "Desmonetização" e a Concorrência Bancária.....	257
2.2 - A Retração do Crédito, as Mudanças Ativas e o Lucro Financeiro.....	263
3 - O Plano Cruzado e o Sistema Bancário.....	285
3.1 - O Impacto do Cruzado na Rentabilidade Bancária.....	291
3.2 - Recomposição Patrimonial e a Evolução do Crédito Bancário.....	294
4 - Os Bancos no Auge da Crise Monetária e as Consequências da Reforma Monetária de 1.990.....	304
4.1 - O "Plano Verão" e o Auge da Crise Monetária.....	306
4.2 - Consequências da Reforma Monetária.....	310

BIBLIOGRAFIA

ANEXO AO CAPÍTULO III

ANEXO AO CAPÍTULO V

18 PARTE

**AJUSTAMENTO, CRISE E REESTRUTURAÇÃO
FINANCEIRA DAS EMPRESAS**

CAPÍTULO I

LUCRO E RIQUEZA SOB O AJUSTAMENTO

1. O LUCRO MACROECONÔMICO NAS HIPÓTESES DO AJUSTAMENTO

O "ajustamento" da economia brasileira - a política econômica empreendida entre 1.980 e 1.984 como resposta à crise externa - foi responsável não só pela maior recessão já vivida pelo país até então, como detonou mudanças e processos que iriam influenciar a economia por todo o restante da década, bem como na primeira metade dos 90.

Este capítulo versa sobre estas mudanças e processos de um ponto de vista macroeconômico. As questões mais relevantes para as quais busca-se uma explicação referem-se não tanto ao comportamento da economia como um todo, mas, principalmente, a de como os agentes econômicos mais relevantes sofreram as consequências do ajustamento e puderam adaptar-se às novas condições macroeconômicas por ele impostas. Em particular, é de interesse investigar os determinantes macroeconômicos da geração de lucro e da apropriação de riqueza durante o ajustamento por parte daqueles que disputam a distribuição do lucro agregado e dos que são responsáveis pela geração de riqueza - o setor empresarial, o setor público e os rentistas. Queremos mostrar que as hipóteses do "ajustamento", longe de impedir o ajuste empresarial, patrocinaram a reestruturação corrente e patrimonial do grande capital, ao mesmo tempo em que, nos mesmos termos, implicavam no desajuste do setor público. Em parte, isto justifica o fato de que o ajustamento não tenha se desdobrado em uma crise e em um processo de

concentração do capital de muito maiores proporções do que efetivamente aconteceu. Em contrapartida, o descompasso entre a acumulação de capital real e a acumulação de direitos sobre a riqueza (acumulação financeira) por parte do setor empresarial e rentistas, que o "ajustamento" promoveu, está na raiz da instabilidade e da crise monetária que passariam a ser a marca registrada da economia brasileira após o término do período do ajustamento.

1.1. A Equação de Lucro e os Juros

Tomemos as expressões gerais do lucro de Kalecki: (1)

$$P = I_k + C_k + D_p + X' \quad \text{ou}$$

$$(1) \quad P_k = G_k + D_p + X'$$

E, se os trabalhadores poupam,

$$(1') \quad P_k = G_k + D_p + X' - S_w \quad (2)$$

(1) Kalecki, H.(1.973), Cap.3 a 5. Também Kalecki, H.(1.977 a), Cap.1

(2) onde,

P = lucro bruto (lucro bruto, após impostos e em termos reais, como aliás as demais variáveis. O lucro inclui fundos de depreciação).

I = investimento bruto empresarial

k

C = consumo capitalista

k

D = déficit primário do setor público

p

X' = saldo do balanço de bens e serviços com o exterior

G = $I + C$ é o gasto capitalista

k

S = poupança dos trabalhadores

w

()

Consideremos que os trabalhadores não poupam (gastam sempre o que ganham). Uma expressão para o lucro líquido pode ser derivada de (1), introduzindo os juros e o consumo dos rentistas. Vamos considerar a princípio os juros pagos internamente.

$$(1'') \quad P'_k + J_p = G_k + D'_p - J_p + X'_j + C_j \quad e:$$

$$(2) \quad P'_k = G_k + D'_p + X'_j - S_j \quad (1)$$

O sentido da determinação em (1) ou (2) é kaleckiano, ou seja, o lucro é determinado pelas decisões de gasto. No caso mais simples, em que D e X' são supostamente iguais a zero (e 1. se reduz a $P = G$), vale a advertência da Kaleck: "os capitalistas podem decidir quanto investirão e consumirão no próximo ano, mas não podem decidir a respeito de quanto serão suas vendas e seus lucros" (2). Assim, o lucro macroeconômico aparece como um resultado da operação da demanda efetiva. Na verdade, como expresso em 1 (ou 1') as decisões de gasto determinam P , o lucro bruto, a partir do princípio da demanda efetiva. O lucro líquido, P' , envolve uma determinação exterior àquele circuito: os juros pagos pelos capitalistas (J). Estes constituem um fluxo formado a partir da incidência de uma taxa (contratualmente

(1) onde:

$P' = P - J$, é o lucro líquido empresarial - o lucro bruto deduzido o pagamento de juros (líquido) pelos capitalistas.

$D' = D + J$, é o déficit primário e financeiro do setor público - J é o pagamento de juros (líquido) pelo setor público.

$S = J + J - C$, é a poupança dos rentistas - C é o consumo dos rentistas.

Para um desenvolvimento parecido com o que acabamos de concluir, ver: Asensio, A. (1992).

(2) Kalecki, A. (1971), p.3

definida), a taxa de juros, sobre um estoque - o estoque da dívida, cuja referência é o capital (não o lucro) financiado com recursos de terceiros.

Marx foi o autor que mais firmemente insistiu nesta peculiaridade da determinação dos juros, que o liga antes ao "capital-propriedade" do que ao "capital em função" e, por esta razão, os juros aparecem na concepção marxista como uma dedução do lucro (1).

Há uma via pela qual pode ser estabelecida uma relação entre os juros recebidos pelos rentistas e a operação da demanda efetiva: o consumo rentista expresso em C_j . Mas, neste ponto caberia lembrar as análises sobre a "propensão a consumir" dos rentistas (Tobin) e a "inelasticidade da poupança rentista" (Kalecki-Steindl) (2). Sendo baixa a propensão a consumir da categoria, o efeito Fisher não pode ser neutralizado em um processo deflacionário que causa a elevação do valor da riqueza e do ganho corrente rentista (juros). No caso contrário, a elevação dos preços ao desvalorizar as dívidas e os compromissos financeiros, resultará em um estímulo à expansão como em um efeito Fisher às avessas.

(1) Ver Marx, K. (1.974), seção 54 do livro terceiro, "Desdobramento do lucro em juros e lucro do Empresário", especialmente cap. XIII, "O Juro e o Lucro do Empresário". Ver também Mazzuchelli, F. (1.985) Cap. 2, "O Desenvolvimento do Capital e Juros".

(2) Kalecki, M. (1.973), Cap. 15. Steindl, I. (1.973), Cap. IX. Tobin, J. (1.987), Cap. I.

Kalecki e Steindl chamaram a atenção da "inelasticidade da poupança dos rentistas" para ressaltar o fato de que prevalece a ótica da riqueza nas decisões sobre o destino da sua renda corrente. A poupança - que habilita o acesso individual à riqueza a partir de uma dada renda - é então inelástica às variáveis-fluxo, como renda, lucro e mesmo com respeito à variável corrente que define a renda rentista - os juros. Por isso, o compromisso rentista sobre o destino de sua renda não admite que uma queda do lucro agregado seja compensado por seu consumo. Significa isto que, caso G caia, o lucro cai (como em (1)), e, em não havendo reação compensatório em S (seja porque a carga de juros é estabelecida contratualmente, seja porque C_j reage à ótica de riqueza, priorizada nas decisões rentistas), o lucro líquido também cai e esta queda será mais do que proporcional à redução do lucro bruto devido a ambas as formas de rigidez.

Isto implica em reintroduzir o problema da "distribuição do lucro gerado", de novo uma questão marxista (distribuição do lucro entre lucro do empresário e juros), como fez Steindl(1) na forma que veremos mais tarde. Se não há mecanismo endógeno de correção da queda do lucro macroeconômico através de decisões compensatórias de um dos agentes diretamente participantes de sua distribuição (os rentistas) e, dada a posição subordinada dos trabalhadores, tão enfatizada por Kalecki (eles "gastam o que ganham"(2)), então no exemplo acima a correção da queda do lucro

(1) Steindl, J.(1.983), Cap.IX

(2) Kalecki, J.(1.977 b), Cap.9, p.92. Segundo Kalecki, é "realístico" considerar que os trabalhadores "gastam toda a sua renda e a gastam imediatamente".

somente procederá de decisões de gasto dos próprios capitalistas ou de alguém - que não o rentista, muito menos os trabalhadores - que por eles decidam gastar.

É o caso do setor público. Este, para que tenha efetivamente, um papel compensatório no lucro macroeconômico deverá implicitamente absorver o não-consumo (a poupança) rentista, destinando-o ao gasto. Vejamos as implicações patrimoniais de uma correção como a suposta acima, vale dizer, através de D. A absorção do não-consumo (poupança) rentista através do endividamento^p de um outro agente preserva as condições exigidas pelos primeiros: a priorização em suas decisões da ótica da riqueza e a forma juros desta. Mas isto significa transferir para o Estado o endividamento que resultaria para o conjunto dos empresários através de um processo involuntário ou indesejado (o "endividamento forçado" de Steindl). Há então uma absorção de dívidas empresariais promovida a partir de duas decisões de parte do setor público: a decisão de contratar novas dívidas, equivalente a preservar a condição rentista na absorção de sua poupança; a decisão de gasto, equivalendo à uma formação de déficit que sustenta o nível de lucro. Como Kalecki observou, o efeito da geração de um déficit pelo setor público é o mesmo, nesse caso, do déficit de não residentes (X'), com a vantagem de proceder de uma decisão autônoma e interna(1).

(1) Kalecki, K. (1.9/1).

É evidente que os déficits - do setor público, D_p , ou de não residentes X' - para apresentarem esses efeitos não podem incorporar os juros pagos aos próprios rentistas. A renda rentista doméstica de origem no Estado ou de não-residentes se inscreve, evidentemente, na mesma ordem de considerações que a renda rentista originada do pagamento de juros da dívida dos capitalistas. Por isso, o conceito relevante de déficit público é o déficit primário, se o problema sobre o qual estamos interessados é o da determinação do lucro macroeconômico. Em algum grau correspondente, cabem as observações que acabamos de fazer para qualquer outra categoria de renda que apresente alguma rigidez no seu fluxo corrente ou quanto à sua destinação para consumo ou não-consumo (poupança). Os rentistas ocupam uma posição *sui generis*, pois o fluxo de sua renda é contratual e a sua decisão de consumir está submetida à "inelasticidade" de sua poupança. Mas o próprio Steindl analisou os casos das rendas provenientes de dividendos, dos rendimentos auferidos pelos profissionais liberais e assalariados, englobando-os no estudo do comportamento da "poupança externa" (externa relativamente à empresa)(1).

As considerações acima objetivaram precisar as razões que nos levaram a explicitar os juros. Estes são uma dedução do lucro bruto empresarial (exceto na pequena e subordinada parcela do consumo rentista) porque sua determinação se dá fora do circuito que define o

(1) Steindl, J.(1.983), Cap.IX. Ver também Steindl, J. (1.993). Para uma crítica a Steindl, em torno a este ponto, ver, Pessas, M.(1.987), p. 321.

lucro macroeconômico. A omissão dos juros é em muitos casos justificável: ou pelo não interesse particular na questão da distribuição do lucro macroeconômico entre lucro líquido empresarial e juros, ou pela existência de padrões de endividamento e de níveis de taxas de juros a tal ponto baixos e estáveis que tornem irrelevante a questão.

Se, no entanto, há motivos para a particularização dos juros, segue-se o interesse pela discussão acerca do detentor desta renda - o rentista. Este procedimento permite, a nosso ver, uma interpretação mais completa do papel dos "agentes externos", como setor público e setor externo, que sempre se apresenta de forma dupla, no sentido de que engloba fluxo e estoque, com implicações correntes (formação de déficits) e patrimoniais (dívida e absorção de endividamento).

Vamos explicitar também os juros líquidos pagos ao exterior por empresários (J_{ke}) e setor público (J_{pe}). O total de juros pagos ao exterior ($J_e = J_{ke} + J_{pe}$) equivale à renda do rentista do exterior, a respeito da qual sequer se colocam as observações acima atinentes ao rentista doméstico. Do ponto de vista interno, J_e é diretamente uma dedução do lucro bruto macroeconômico gerado.

Teremos em consequência:

$$(3) \quad P'_k = G_k + D'_p - S_j - S_e \quad (1)$$

Podemos também reescrever (3), explicitando o déficit primário (D'_p):

$$(3') \quad P'_k = G_k + D_p + J_{pi} + J_{pe} - S_j - S_e \quad (2)$$

(1) Expressão obtida a partir do seguinte desdobramento.

Reescrevendo (1''):

$$P'_k + J_{ki} + J_{ke} = G_k + D'_p - J_{pi} - J_{pe} + X'_j + C_j$$

onde: J_{ki} = juros pagos pelos empresários (liq.) internamente

J_{ke} = juros pagos pelos empresários (liq.) externamente

$P'_k = P_k - J_{ki} - J_{ke}$ é o lucro líquido

$D'_p = D_p - J_{pi} - J_{pe}$ é o déficit primário e financeiro

(J_{pi} são os juros pagos pelo setor público (líquido) internamente; J_{pe} , os juros pagos ao exterior)

e chamando: $J_{ki} + J_{pi} - C_j = S_j$

$$J_{pe} + J_{ke} - X'_j = S_e$$

(2) Lembrando que $D'_p = D_p + J_{pi} + J_{pe}$

As hipóteses do ajustamento a que foi submetida a economia brasileira na entrada dos 80 poderiam ser assim resumidas:

a) o país acumula saldos comerciais suficientes para honrar os compromissos de juros da dívida externa. Para simplificar: $S_e = 0$ (1).

b) o setor público reduz seu déficit. Na prática a hipótese para o setor público implicou no cancelamento do déficit primário prevalecente até os primeiros anos da década. Na verdade, o processo avançou mais, resultando em formação de superávits primários. Consideremos como a hipótese do ajustamento, $D_p = 0$ (o déficit primário é anulado).

Se aplicarmos as hipóteses acima em (3'), teremos,

$$P' = G_k + J_{pi} + J_{pe} - S_j$$

Para simplificar, e sob o respaldo das apreciações feitas sobre o consumo rentista, poderíamos considerar C_j como desprezível ($C_j = 0$). Então, observando que $S_j = J_{ki} + J_{pi} - C_j$, temos:

$$(4) \quad P' = G_k + J_{pe} - J_{ki}$$

A hipótese do ajustamento $S_e = 0$ significa que $J_{pe} = X' - J_{ke}$.

(1) Ou seja: $P' = J_{pi} + J_{pe}$

Devemos levar em conta que os processos desenvolvidos antes mesmo do desfecho da crise da dívida externa, levaram à "estatização da dívida externa". Esta foi conduzida simultaneamente:

a) através do fluxo de novos empréstimos. O setor público já a partir da 2ª metade dos 70 e quase com exclusividade após 1.979, passou a responsabilizar-se pelos novos contratos de financiamento;

b) através do estoque de dívida. Foram instituídos mecanismos (também desde a 2ª metade dos anos 70) para que o setor privado descarregasse a dívida com o exterior em agências (como o Banco Central) e em títulos públicos com cláusula de reajuste pela variação cambial. Os dois procedimentos permitiram que os juros líquidos pagos ao exterior pelos empresários privados assumissem valores muito baixos ou fossem amparados em quase sua totalidade por mecanismo de hedge. Veremos depois um caso hipotético de não-estatização da dívida externa. Consideremos J_{ke} como de valor nulo, para simplificar.

Então J_{pe} na expressão acima ($J_{pe} = X' - J_{ke}$) resume e reflete dois processos fundamentais desenvolvidos no âmbito da política de ajustamento da economia brasileira durante a primeira metade dos anos 80: a geração de grandes superávits comerciais, de origem predominantemente privada (X' elevou-se até alcançar valor absoluto expressivo) e a estatização da dívida externa ($J_{ke} = 0$, no limite). Assim, J_{pe} cresceu até tornar-se de valor aproximadamente tão grande quanto X' . J_{pe} - o excedente financeiro do setor empresarial

interno com o exterior - constituiu-se então a base do ajustamento privado. Na equação geral de lucro, J , a propósito, substitui com margem a redução do déficit primário do setor público. O ajuste privado pode nele apoiar-se porque J viabilizou a geração de lucro líquido (P') acima do gasto capitalista (G). Considerado o setor empresarial como um todo, a acumulação interna teve prosseguimento, a despeito do declínio das inversões.

Isto abriu a possibilidade de formação de posições líquidas credoras em favor do setor empresarial, o que seria impossível em condições de recuo do seu próprio investimento e de reversão de déficit para superávit primário do setor público. Se não prevalecessem as condições do ajustamento que resultaram em J como excedente privado das relações com o exterior, acabaria por se impor o endividamento involuntário ou "forçado". A tentativa visualizada ao nível microeconômico de cancelar gastos, contrair despesas e novas inversões para defender o lucro líquido particular e assim melhorar a posição credora/devedora, seria frustrada no plano macro porque a mais baixa inversão concorreria para a queda do lucro bruto do conjunto empresarial. Dada a rigidez da renda rentista e a inelasticidade do seu consumo, o processo culminaria por reduzir o lucro líquido e a acumulação interna, agravando o problema do endividamento (relação recursos de terceiros/recursos próprios). Um desenlace como esse poderia resultar em uma situação muito grave para as empresas porque no ajustamento elevava-se o grau de incerteza quanto ao acesso ao crédito (a política financeira impôs limites estreitos para a expansão nominal de crédito) e as taxas de juros alcançaram níveis muito

elevados. Os próprios bancos relutariam em aceitar o maior endividamento das empresas nestas condições. É claro que algumas delas poderiam obter êxito na tentativa microeconômica de cancelamento de dívidas e compromissos financeiros, mas isto só seria possível à custa do aprofundamento da "dívida forçada" de outras. A crise empresarial se apresentaria com maior gravidade em um processo seguramente muito mais amplo de concentração de capital.

Face a estas considerações podemos considerar J_{ki} , os juros líquidos pagos internamente pelos empresários, como tendendo a zero ao longo da trajetória brasileira de ajustamento. Isto reflete o fato de que para as empresas em seu conjunto, as condições macroeconômicas acima apontadas concorreram para sustentar o lucro líquido, o que, dada a retração do gasto capitalista, permitiu a formação de posições credoras (acumulação financeira) e redução das posições devedoras (cancelamento de dívidas). Se $J_{ki} = 0$, a expressão (4) pode ser reescrita:

$$(4') \quad P'_k = G_k + J_{pe}$$

1.2 - A Dívida e o Gasto Empresarial

O que acabamos de descrever está longe de reproduzir com fidelidade o conjunto de expedientes e mecanismos que abriram caminho ao ajustamento do setor privado na economia brasileira, embora sirva para mostrar que a política de ajustamento apoiou-se em hipóteses macroeconômicas que não implicavam em deslocamento do setor privado. Mais ainda: tais hipóteses contemplavam o ajustamento privado no sentido da preservação do lucro líquido e da melhoria da situação patrimonial das empresas.

Alguns dos mais importantes destes outros mecanismos dizem respeito à formação de preços, elevação de mark-up e acesso a mercados mais regulares, de maior rentabilidade e menor risco de frustração de expectativa, como foi o caso do mercado externo. Mas aqui desejamos relatar dois expedientes que nos parecem fundamentais.

As empresas gostariam de reduzir o endividamento (o endividamento desejado) devido ao custo e risco a ele associados. Isto foi uma imposição das condições que passaram a vigorar no crédito interno e externo desde fins dos 70 e início dos 80. O processo macroeconômico descrito, na medida em que concorreu para sustentar um certo nível de lucro líquido e de acumulação interna, serviu de mecanismo de redução das dívidas. Mas há uma peculiaridade em um ajuste desse tipo: o tempo que leva, sendo esta uma característica geral dos processos que envolvem reequilíbrio de estoques. (1)

(1) Wicks, J. (1987), Cap. 9

Aqui nos deparamos com um caso em que as decisões tomadas no passado afetam as decisões correntes na economia, de forma que se o desequilíbrio está localizado no estoque (em decisões passadas) a obtenção do reequilíbrio observará sucessivos períodos. Se, por exemplo, o desequilíbrio de estoque é causado por súbitos e poderosos incidentes, como os que provocaram a elevação do custo e do risco do endividamento interno e externo para as empresas no Brasil, pode ser necessário um longo processo empresarial de ajuste da acumulação interna. Em uma grande medida, a retração do gasto capitalista ao longo da primeira metade dos 80, sobretudo quanto ao investimento, acompanhada como foi até 1.982 de déficits primários no setor público e, a partir daí, de vultuosos excedentes com o exterior, correspondeu a esta ordem de determinações ligadas ao reequilíbrio patrimonial das empresas. Porém, vimos que o reequilíbrio assim obtido, a partir de um "agente externo", significa absorver neste uma dívida correspondente à que é liberada pelo setor empresarial a partir do ajuste patrimonial próprio.

Vejamos um outro lado da questão. Se a dívida é uma relação contratual, duas variáveis podem influir em seu valor real: uma mudança nos termos contratuais ou uma variação de preços não prevista contratualmente. Esta última é, aliás, a forma clássica através da qual os direitos dos credores sofrem desvalorizações provocadas pela inflação. A princípio, a cláusula contratual de indexação, generalizada no sistema financeiro do Brasil, neutralizaria este efeito. Quanto ao primeiro fator, suas consequências só podem ser avaliadas caso a caso. O governo brasileiro ao longo da crise alterou

seguidamente as cláusulas contratuais para benefício de setores mais debilitados ou mais bem posicionados na estrutura de poder. Por outro lado, promoveu a estatização da dívida externa. A abertura de canais de absorção ou proteção de dívidas contraídas em moeda estrangeira pelo setor privado, de fato significou para os devedores uma mudança contratual das condições das dívidas, equivalendo à passagem para o endividamento em moeda nacional. Salvo raríssimas situações, em todos esses casos o Estado foi quem arcou com os custos financeiros privados ou renunciou a direitos, como credor.

A segunda possibilidade de alteração dos valores de dívidas apenas não contempla a desvalorização sob rígidas hipóteses. Suponhamos que D^0 e D sejam valores reais da mesma dívida em momentos diferentes do tempo (zero e t). A relação entre D^0 e D é Π . Por seu turno, Π é uma relação entre índices: o que funciona como indexador da dívida (se não há indexação, o valor desse índice é sempre 1) e um índice de preços. Se D^0 e D são relativos à dívida global da economia ou a uma empresa, os índices de preços relevantes devem ser diferentes. Suponhamos que sejam dívidas do setor privado. Então Π expressa a relação entre o indexador e um índice fiel de preços do setor privado. Neste caso, em apenas uma situação D^0 e D são equivalentes: quando $\Pi = 1$. Ou seja, se o indexador refletir integralmente a variação de preços privados (indexação perfeita). No caso em que Π é menor do que 1, o indexador não reflete o índice de preços e a dívida D^0 é desvalorizada ($D^0 > D$). Uma hipótese como esta pode até ser incorporada nos contratos, como nos vários casos de "subsídio de crédito" concedidos pelas agências públicas brasileiras e

que, em geral, resultavam da fixação de um percentual da correção monetária como indexador efetivo das dívidas. Na segunda metade dos 70 e início de 80, proliferaram linhas de financiamento com características como essa no setor financeiro público brasileiro. A "correção monetária prefixada" foi aplicada ao financiamento à agricultura, à pequena e média empresa e ao investimento privado de longo prazo.

A propósito, quanto a este último, uma curiosa divisão de custo e risco do endividamento apresentou-se no Brasil. O PND II, o plano de desenvolvimento elaborado em 1.974, previa a realização de vultuosos investimentos privados e públicos. No caso desses últimos, os mais expressivos, predominou o financiamento através de empréstimos externos (teve início aí a estatização da dívida externa pela via dos fluxos de captação), sobre os quais incidia não apenas a "correção plena", mas também taxas de juros flutuantes, além do risco (depois confirmado) de que o indexador (taxa de câmbio) superasse o índice de preços doméstico (caso em que $\pi > 1$). O setor privado recorreu amplamente aos financiamentos do BNDES com taxa de juros fixa e indexação das dívidas limitada a 20% ao ano. As trajetórias de um e outro grupo no que diz respeito à valorização/desvalorização das dívidas foram, evidentemente, muito distintas. A aceleração inflacionária determinou um valor de π para a dívida privada substancialmente inferior a 1; a elevação das taxas de juros internacionais e as desvalorizações reais de câmbio, implicaram em π superior a 1 para as dívidas do setor público e empresas estatais. Cabe advertir que a valorização real das dívidas das estatais deu-se,

de fato ainda mais intensamente porque o seu índice relevante de preços, que é o índice médio de evolução das tarifas, situou-se sistematicamente aquém da variação do índice geral de preços.

Devemos destacar outras formas não estabelecidas contratualmente de desvalorização de dívidas. O êxito de qualquer agente individual em remarcar seu preço ou renda particular acima da evolução do indexador, determina a medida da desvalorização de sua própria dívida. Mas o caso que queríamos frisar é o da fixação do indexador geral dissociado do índice de preços. Trata-se de uma arbitrária desvalorização (ou valorização) das dívidas, afetando o conjunto dos devedores. Isto ocorreu, por exemplo em 1.980, devido às prefixações das correções monetária e cambial. A aceleração inflacionária determinou uma grande desvalorização dos débitos (1).

Em suma, dois mecanismos contribuíram para o desendividamento do setor privado, relativos à dupla dimensão contida nas relações de dívida: primeiro, a dimensão referida ao processo de acumulação, que define limites de cumprimento dos compromissos financeiros fixados, possibilidades ao nível macroeconômico de redução das dívidas, bem como estímulos para a decisão de contratar novo endividamento; segundo, a dimensão contratual que define as condições de cumprimento dos compromissos financeiros presentes como fruto de decisões passadas.

(1) A utilização arbitrária dos instrumentos de indexação criados pelas reformas de 1.964/65, deu-se pela primeira vez em 1.977 e depois se repetiria inúmeras vezes, como registra Barros (1.992). Na oportunidade, a correção monetária passou a ser calculada em função da inflação (80% do total) e uma taxa arbitrada pelo governo (os restantes 20%). Ver Barros (1.992, p. 7)

Devido a esses mecanismos, o "ajustamento" da economia brasileira não implicou em mais endividamento, mas, ao contrário, contemplou a melhora da situação patrimonial das empresas. Já observamos que um processo de reversão do endividamento requer tempo, dado o peso do passado que o estoque da dívida carrega consigo. O fato de que as súbitas mudanças nas condições do crédito interno e externo, além da severa recessão de 1.981-83 não tenham provocado uma crise empresarial de proporções muitíssimo maiores na economia brasileira, não se explica, a nosso ver, unicamente pelo amparo do lucro e da acumulação interna do setor empresarial ao longo do ajustamento, o que sem dúvida, evitou um adicional e "forçado" endividamento. Esse foi um componente do processo como um todo que, aliado ao outro, pôde avançar tanto quanto revelam os levantamentos sobre a evolução patrimonial e de liquidez das grandes empresas. O mecanismo a que estamos nos referindo, atuou instantaneamente, incidindo sobre a relação contratual, ou seja, sobre o valor do estoque dos débitos. Foram as sucessivas desvalorizações e absorções de dívida (nas variedades apontadas), desenvolvidas com grande intensidade entre fins dos 70 e os anos iniciais dos 80 (antes e durante a recessão) e que, dada a forma indexada prevalecente nos contratos de dívida no Brasil, implicaram em correspondentes absorções pelo setor público de dívidas privadas ou cancelamentos de haveres estatais.

A proteção (pelo fluxo e pelo estoque) do setor privado encontrava uma razão de ser, segundo os formuladores da política econômica: a solvência, rentabilidade e liquidez das empresas em plena crise assegurariam condições para a recuperação da economia após

concluído o ajustamento. O "novo liberalismo" (encabeçado pelos principais responsáveis pelo "ajustamento") correspondia à política que viabilizou o ajuste privado, mas que nesse mesmo processo alijou o setor público, tal o comprometimento do Estado com os grupos que neles se alojaram durante a crise - os perdedores do processo de ajustamento e os privilegiados dos seus favores - e tamanho o custo de natureza financeira que foi obrigado a assumir para promover o ajuste do grande capital.

1.3 - O Lucro Sob Hipóteses Alternativas do Ajustamento.

Se, hipoteticamente, os juros externos não fossem de responsabilidade estatal, isto significaria que o setor empresarial perderia o "excedente financeiro com o exterior".

A hipótese do ajustamento externo ($S = 0$)(1) conjugada com a não estatização da dívida ($J_{pe} = 0$) significa que: $X' = J_{ke}$. Substituindo $J_{pe} = 0$ em (4), temos:

$$(5) \quad P' = G_k - J_{ki}$$

Nessas hipóteses, portanto, o lucro líquido do setor empresarial como um todo, é equivalente ao que os empresários gastam em investimento e consumo menos os juros líquidos pagos internamente. As exportações líquidas cobrem os compromissos com juros externos ($X' = J_{ke}$), compensando, assim do ponto de vista macro, os efeitos destes últimos sobre o lucro, embora não contribuam para ampliar o lucro líquido como em (4).

A análise do ajuste privado apresentada anteriormente sustentava o suposto adicional de que os juros pagos internamente pelo conjunto empresarial tendia a zero ($J_{ki} = 0$, no limite), o qual não pode ser aplicado nas condições agora assumidas. Vejamos porque:

(1) O que equivale a $J_{ke} + J_{pe} = Y'$

Sendo o gasto empresarial a única fonte de lucro, este não se sustentaria em termos agregados, pois a tentativa microeconômica de ajuste redundaria em um "endividamento forçado" à la Steindl, se a rigidez contratual dos juros, a indexação das dívidas e a não-interferência do Estado na determinação dos valores das dívidas fossem respeitados. As elevadas taxas de juros internas e externas, as desvalorizações do câmbio e os limites impostos ao crédito doméstico - medidas centrais da política do "ajustamento" - tenderiam a agravar a queda em G_k (dada a estratégia micro de tentativa de ajuste pela redução do gasto), seguindo-se nova rodada de endividamento para o conjunto das empresas. Isto poderia tornar insuportáveis os riscos de devedores (o risco empresarial de não cumprimento dos compromissos financeiros) e credores, neste caso, podendo afetar o sistema bancário, que assistiria à uma repentina deterioração da qualidade dos seus ativos. Uma crise geral só seria evitada se a política de ajustamento alterasse rapidamente sua orientação. Vale dizer, a política de crédito, a assistência financeira ao setor privado, a política cambial e a política fiscal deveriam se subordinar à ameaça de crise privada. Em particular, o governo seria obrigado a formar substanciais déficits primários.

O único segmento que a princípio poderia se proteger da crise seria o de exportação. Assim, a divisão básica entre setor público e setor empresarial - correspondente à distinção entre setor "desequilibrado" e setor "equilibrado" na trajetória real do ajustamento brasileiro - se deslocaria para o setor empresarial, desdobrando-se internamente em setor exportador e não-exportador. Ora,

na hipótese de um desdobramento exclusivamente privado da crise, caberia indagar até que ponto a ótica privada de decisões abriria espaço para que o primeiro setor amparasse o crescente desequilíbrio do segundo, bem como, em que medida estariam os bancos dispostos a interpor-se entre um e outro, aceitando o risco da intermediação. Aliás, caberia indagar se é legítimo supor a ascensão de um "setor exportador" superavitário nestas condições, sem que uma crise de grandes proporções se apresentasse para os amplos segmentos (os de produção doméstica) subitamente desequilibrados pela política de ajustamento antes que o objetivo fosse alcançado. As dúvidas acima são pertinentes, dadas certas peculiaridades da crise econômica brasileira da primeira metade dos 80. A crise não comportou simplesmente uma recessão - uma mudança de sinal no nível de atividade como em uma etapa do ciclo econômico - mas sim uma série de reorientações impossíveis de serem conduzidas privadamente, exceto através de uma disrupção do processo econômico como em uma crise de liquidação e concentração de capital. As reorientações referem-se à estrutura de mercado (interno x externo), à estrutura de financiamento (dívida x recursos próprios) e à mudança radical das condições de risco e incerteza na economia.

Vejamos mais um caso hipotético: um ajuste integral do setor público. Antes admitimos que o déficit primário era zerado ($D_p = 0$); é suposto agora um superávit primário na magnitude dos juros pagos pelo setor público, ou seja, o déficit global (primário e financeiro)

é zerado (1). O único momento da década de 80 em que a realidade aproximou-se desta hipótese foi duramente o Plano Collor em 1.990. O superávit primário superou o custo financeiro (que, por seu turno, sofreu sensível queda), resultando em superávit global.

Aplicando o suposto em (3') e observando que estamos mantendo a hipótese do ajuste externo ($S = 0$), e, ainda, que o consumo rentista é desprezível ($C_j^e = 0$), temos:

$$(6) \quad P'_k = G_k - J_{pi} - J_{ki}$$

O ajuste radical do setor público agravaria as condições de geração do lucro empresarial na magnitude de J_{pi} . Valeriam as observações feitas anteriormente, quanto à divisão entre setor exportador e não-exportador. O fato a ser ressaltado no presente caso é que o equilíbrio corrente das contas do governo implicaria em que os juros líquidos pagos pelo setor público aos rentistas (J_{pi}) apareceriam como uma dedução do lucro empresarial. A renda do rentista doméstico, neste exemplo, seria formada integralmente a partir da dedução do lucro bruto, seja diretamente pelo montante que os capitalistas pagam de juros de sua própria dívida contratada, seja indiretamente pelo o que o setor público paga de juros e deduz do lucro agregado pelo efeito da demanda efetiva.

(1) Significando que $D_p + J_{pi} + J_{pe} = 0$

2 - FLUXO DE RIQUEZA E DIREITOS DE APROPRIAÇÃO

2.1 - Os Conceitos de Riqueza, Poupança e Investimento

Vamos seguir a definição de riqueza adotada por Keynes. A riqueza social é composta pelo capital real (o capital fixo, o capital circulante e o capital líquido) e pelo capital de empréstimo(1). Este último, em uma economia "fechada" é cancelado por dívida equivalente. Se admitimos as relações com o exterior, a riqueza social passa a ser acrescida da posição líquida de direitos em moeda estrangeira.

O fluxo corrente da nova riqueza (W) em um determinado período corresponde aos fluxos em valor do novo capital real que os capitalistas e o setor público decidiram incorporar ao capital social (Investimento-I) e do novo capital empréstimo contratado (B).

Podem ocorrer variações no valor da riqueza já existente durante o período em questão, de forma que não necessariamente W equivale à variação do valor da riqueza social ao longo do período (2). Como nosso interesse reside em apontar como são gerados os fluxos de nova riqueza e de direitos de sua apropriação, o

(1) Keynes, J.M. (1.579), Cap.9

(2) Tanto porque uma parcela de I destina-se tão somente à repor a depreciação do capital real existente.

problema de variação do valor da riqueza "velha" não se coloca. W, portanto, corresponde ao fluxo de nova riqueza em valor real durante um determinado período; não à variação do valor da riqueza social entre um momento e outro.

Então:

$$W = I + B$$

Suponhamos que não há variação de reservas internacionais. O saldo de bens e serviços (X'), deduzidos os compromissos de juros externos J , corresponde à variação no mesmo valor de capital de empréstimo ^e (B).

Passemos ao conceito de poupança e suas relações com a criação e apropriação de riqueza. Isto equivale discutir as relações entre poupança, investimento e taxa de juros. A poupança é entendida como um direito sobre a riqueza; um direito unilateral e inquestionável, de parte de quem toma a decisão de não consumir a totalidade da sua renda corrente. A igualdade entre poupança e investimento, bem como a determinância macroeconômica deste sobre a primeira, tão enfatizados por Keynes, não desfigura ou anula este significado do ato de poupar. A poupança, como um conceito macroeconômico somente tem sentido, "ex-post", pois pressupõe os fluxos de renda e de investimento, e, portanto, a própria criação da riqueza nova. De outra parte, poupar é um ato derivado de uma decisão individual de possuir mais riqueza (1); um ato irrevogável e

(1) O erro da teoria ortodoxa, sustentava Keynes, estaria em associar o "desejo de possuir mais riqueza" com a decisão de "fazer mais investimentos". (Keynes, J.M. (1.970) p.204)

inquestionável porque consiste em uma decisão sobre o destino de uma renda monetária auferida, sobre a qual cada um individualmente dispõe de pleno comando. "Cada ato de poupança", advertia Keynes, "implica uma transferência "forçada" inevitável de riqueza e quem poupa, embora este possa sofrer as consequências da poupança dos outros. Estas transferências de riqueza não requerem a criação de riqueza nova..."(1).

A poupança pressupõe um fluxo - o fluxo de renda - mas constitui uma negação deste mesmo fluxo porque o direito adquirido de renda é dirigido à riqueza - velha ou nova - através do não-consumo. Por isso, Keynes sustentou que variações no próprio fluxo, isto é, na renda global, constitui o mecanismo através do qual a poupança é delimitada pelo investimento: "A conciliação da identidade entre poupança e investimento com a aparente "livre vontade" do indivíduo para economizar o que quizer, independentemente do que os outros ou ele mesmo possam investir, depende especialmente de que a poupança é, como o dispêndio, um fenômeno duplo, porque embora não seja provável que o montante da poupança de um indivíduo tenha alguma influência sensível sobre sua própria renda, as reações do montante de seu consumo sobre as rendas dos outros torna impossível que todos os indivíduos poupem simultaneamente qualquer soma dada. Toda a tentativa de poupar mais, reduzindo o consumo, age de tal modo sobre as rendas que necessariamente se anula a si mesma"(2).

(1) Keynes, J.M. (1.970), p. 205

(2) Keynes, J.M. (1.970), p. 90

Evidentemente, Keynes está contrapondo-se à "teoria ortodoxa", segundo a qual a poupança determina o investimento através da taxa de juros. Uma disposição maior dos indivíduos em poupar reduziria a taxa de juros, incentivando o investimento. O que não é consumido (porque é poupado) é garantidamente investido, dado o mecanismo da taxa de juros. Aqui já não se admite que o ato de poupar (querer ter mais riqueza) seja idêntico ao de investir (a decisão de criar um novo capital real), mas sim que a decisão de poupar regula o investimento através da taxa de juros, o que resulta no mesmo: a poupança determina o investimento.

Keynes acrescenta duas observações a esse respeito. Primeira: é negada a relação pretendida entre a poupança e taxa de juros. Esta é determinada a partir da disposição do público em deter riqueza em uma certa forma - a forma líquida (a preferência pela liquidez) - relativamente à quantidade de moeda. Sem dúvida, sua definição tem por base a demanda e oferta de riqueza naquela forma, mas trata-se de demanda e oferta de estoque de riqueza líquida (1).

A poupança, sendo um fluxo derivado da renda corrente, pode influir na demanda da riqueza líquida, na medida em que a decisão subsequente ao ato de poupar (significando exercer o direito obtido de uma renda não consumida) implica em uma escolha pelo poupador entre as várias formas possíveis de riqueza. Não só as decisões dos que formaram poupança - os novos direitos sobre a riqueza - influenciam a

(1) Keynes, J.M. (1.970), p. 205

demanda de riqueza líquida em sua relação com as demais formas de riqueza, mas sim as decisões do conjunto dos detentores de direitos sobre a riqueza acumulada. Sendo assim, na visão keynesiana, o fluxo se subordina ao estoque. A melhor passagem de Keynes a esse respeito está no "Treatise":

"But the decision as to holding bank deposits or securities relates, not only to the current increment to the wealth of individuals, but also to the whole block of their existing capital. Indeed, since the current increment is but a trifling proportion of the block of existing wealth, it is but a minor element in the matter".(1)

Portanto, para Keynes, a relação entre poupança e taxa de juros deve ser muito bem qualificada. Não se estabelece a rigor uma relação entre um e outro, mas, pressupondo a poupança (que vem dada de fora desta relação - a renda sendo o seu principal determinante), entre uma certa escolha quanto à forma da riqueza e a taxa de juros, relação que, envolvendo apenas a poupança corrente seria tênue se tem em conta o estoque da riqueza e os direitos de sua apropriação anteriormente acumulados.

O segundo ponto crucial para Keynes diz respeito aos requisitos para a concretização do investimento, o verdadeiro ato de

(1) Keynes, J.M. (1979), p.127

criação da riqueza. A primeira condição envolve a decisão de investir que é uma decisão complexa porque requer a apreciação das várias dimensões da riqueza nova que se imagina criar. Em sendo um capital real (instrumental), a nova riqueza é materialmente definida, ou seja, serve ("facilita", segundo a expressão utilizada por Keynes) à produção de determinado bem (ou bens). O desejo de criá-la não é, por isso, um desejo abstrato de "possuir mais riqueza", como no ato de poupar. E se há este desejo é porque da riqueza se espera um rendimento, cuja avaliação é também particular à nova riqueza (depende de sua capacidade em preservar-se contra concorrência e substituição tecnológica, da demanda esperada pelo bem ou bens que ela pode servir na produção, dos custos de produção projetados, etc.). O preço de reprodução deste ativo de capital (o preço de oferta) é outro determinante. Finalmente, depende da expressão monetária que traduz o rendimento provável desta riqueza particular na riqueza geral (o dinheiro). Vale dizer, depende da taxa de juros.

2.2 - Crédito e "Finance"

O segundo requisito relaciona-se ao financiamento do investimento, por onde a teoria ortodoxa pretendeu reintroduzir a primazia da poupança. O investimento não pressupõe a poupança para financiá-lo (seria uma estranha forma de depender do que não existe sem a renda e o próprio investimento); o crédito cumpre esta função se aquele que decide a inversão não dispõe de riqueza mobilizável para este fim. Aliás, o crédito libera o investimento não só da poupança (se a rigor fizesse sentido falar nisso) mas também da riqueza acumulada no passado e de sua distribuição. O autor que mais ressaltou este significado do crédito foi Shumpeter, que distinguia no crédito o recurso revolucionário, o único, aliás, de que podia dispôr o empresário inovador sem prévia riqueza acumulada (1). Keynes comungava da mesma opinião e isto ficou mais enfatizado em sua polêmica com Ohlin do que na Teoria Geral. Antes, no Treatise, ele chegara a se referir ao sistema bancário criador do crédito, como um "agente livre" (free agent).(2)

É necessário distinguir na concepção keynesiana, as problemáticas do crédito e de liquidez. Qual é a problemática do financiamento do investimento? É a de que a economia disponha de instituições e mecanismos que acomodem as mudanças patrimoniais provenientes das decisões de acumulação de capital real. Antes de mais

(1) Shumpeter, J. (1.961), Cap. 3

(2) Keynes, J.M. (1.979), p. 164

nada, no momento em que o investimento é decidido, a economia como um todo torna-se mais ilíquida. Isto se dá independentemente da fonte particular de financiamento. Se a origem dos fundos são os recursos próprios da acumulação interna das empresas aplicados à vista ou a prazo em depósitos bancários, o banco é obrigado a ceder liquidez. Se são recursos simplesmente mantidos em caixa pelas empresas, são diretamente estas que cedem a si próprias a liquidez. E se a fonte é um crédito que o banco cria, este aceitou ceder liquidez em troca de um ativo (um título de dívida da empresa). Cabe observar que o "momento de iliquidez" para a economia como um todo envolve todas as formações de nova riqueza real: o capital fixo, o capital circulante e o capital líquido.

Quando Keynes abordou esta questão (1), alertado pelas objeções de Ohlin, ele estava preocupado em relacioná-la com o crédito bancário (para efeito de sua resposta), mas a rigor o problema é mais geral. Naquele referido "momento" há uma demanda de liquidez, o que concorre para elevar a taxa de juros dependendo da resistência dos agentes da economia (dentre eles, destacadamente os bancos) em se tornarem correspondentemente menos líquidos.

Este "motivo" de maior demanda de liquidez não se identifica com os outros "motivos" considerados na Teoria Geral (os famosos motivos transação, precaução e especulação). Keynes o denominou motivo "finance". Supôs ainda o "finance" seja suprido pelos bancos, o

(1) Keynes, J.M. (1.973b).

que não requer a formação de poupança prévia ou "ex-ante", mas sim criação de crédito. Neste caso, demanda por liquidez é o mesmo que demanda por empréstimos bancários. Keynes queria deslocar da oferta e demanda de empréstimos bancários a determinação da taxa de juros - o expediente através do qual Ohlin reintroduziu a antiga questão da poupança e sua relação com a taxa de juros. Esta, sustentava ainda Keynes, era determinada a partir da demanda e oferta de liquidez, que apenas no caso da demanda e oferta devido ao motivo "finance", e sob certas condições, é sinônimo de demanda e oferta de crédito bancário (mas nunca de poupança).

Por que o relevo concedido por Keynes aos bancos, além do fato de que isto colocava o problema nos termos em que o próprio Ohlin abordou a taxa de juros, ou seja, envolvendo no centro da questão o sistema bancário? Porque os bancos - como "agentes livres" - são por excelência os que podem responder à demanda de "finance", embora a rigor não sejam os únicos que podem fazê-lo, como já observamos. Simplificadamente, podemos então considerar a resistência do sistema bancário em criar crédito e ceder liquidez frente a uma demanda acrescida de "finance", o modo pelo qual suas decisões afetam a taxa de juros. Uma influência circunscrita à demanda "finance" de liquidez, mas também delimitada pelo fato de que os fundos avançados pelo sistema bancário para este fim são respostos tão logo a decisão do gasto é concretizada. Neste novo momento, a iliquidez momentânea é recomposta em termos macroeconômicos, não a partir da formação de uma poupança da renda gerada, mas da corrente de gastos monetários que o investimento desencadeia na produção dos bens que formarão o novo

capital real. Tampouco é o retorno deste, sob a forma de lucro, que recomporá a liquidez do sistema, mas, novamente, a produção e venda dos bens que a decisão de investir comanda e viabiliza.

Reproduzindo-se a mesma demanda de "finance", esta encontrará o fundo anteriormente avançado pelos bancos já reconstituído, de forma que o motivo "finance" passa a ser neutro em seu possível efeito sobre a taxa de juros. Isto decorre, em outras palavras, de ser um "fundo rotativo" o avanço bancário para suprir a demanda de liquidez pelo motivo "finance". Evidentemente, alterando-se a decisão de formar novo capital real ou ainda a decisão bancária de emprestar, recoloca-se o problema de liquidez/iliquidez do sistema. São os casos, por exemplo, de um aumento dos investimentos em capital fixo, como em um boom de investimento; ou de uma decisão empresarial de formar capital de giro ou capital líquido na expectativa de elevação da produção e das vendas.

Nestes casos, o fundo "finance" deveria ser ampliado, ou do contrário, recolocar-se-ia o problema de liquidez, com o aumento provável da taxa de juros concorrendo para neutralizar os desejos de elevação dos investimentos e da produção. A relutância dos bancos em criar crédito novo ou uma deliberada política do Banco Central poderiam ser os responsáveis por isto.

Problemas de liquidez com as repercussões acima descrita podem se fazer presentes mesmo em uma situação de não

crecimento ou até de declínio nas decisões de formação de novo capital real. Por decisão bancária ou orientação da política monetária, o fundo "finance" prevalecente pode não ser renovado. Keynes não levou em conta esta possibilidade, mas devemos considerá-la. No Brasil da primeira metade dos 80, as súbitas mudanças quanto ao custo e risco do crédito bancário tiveram esse resultado em termos do financiamento corrente das empresas. A ruptura do financiamento externo após 1.982 implicou no mesmo sobre o setor público e suas empresas. Devemos insistir no seguinte ponto: o que se apresenta é um problema de liquidez, na medida em que os bancos negam-se (ou são obrigados pela política econômica) a manter o fundo rotativo "finance" e, assim, não suprem a liquidez corrente demandada pelas empresas e o setor público. Outro problema é o do risco e custo do endividamento do ponto de vista do devedor (risco e custo do tomador), que também se agravou durante a crise brasileira dos anos 80. O do primeiro tipo levou as empresas e o próprio setor público a buscarem formas alternativas de liquidez, se estavam dispostos a manter o nível corrente de atividade; o do segundo, conduziu os agentes para uma estratégia de desendividamento.

Há um outro lado da questão do financiamento que a discussão em torno ao motivo "finance" não preenche. O processo que recompõe o fundo rotativo e repõe a liquidez momentaneamente contraída é o de produção e renda. A recomposição é macro, no sentido de que os fundos avançados pelos bancos a eles retornam, não significando isto que cada um dos devedores originais saldem suas dívidas particulares. Os prazos de pagamentos vão depender de muitos fatores e inclusive é possível imaginar que ocorram em um único período de produção, como em

casos de formação de capital circulante ou capital líquido. A capacidade do sistema financeiro em prover os financiamentos para a formação de ativos novos é uma outra questão que, de qualquer maneira, também não é dependente da formação de poupança corrente. O problema decisivo está na adequação das fontes de financiamento às características do novo capital real a ser constituído (1). Essas características são variadas, em termos de risco, retorno esperado e prazo de maturação, o que exige uma variedade correspondente no financiamento, seja através do crédito ou do mercado de capitais.

Tivemos em mente estabelecer o conceito de riqueza e precisar os significados de investimento e poupança. Esta, como tentamos mostrar apoiados em Keynes, não é diretamente formação de novo capital real, assim como também não é précondição do investimento porque a disposição de poupar não regula a taxa de juros, nem a poupança macroeconômica financia o investimento e muito menos a poupança corrente esgota as possibilidades e limites da intermediação financeira e de operação do mercado de capitais.

De que forma devemos tomar o significado de poupança? Em várias passagens da Teoria Geral, Keynes sublinhou um significado particularmente relevante às idéias novas que queria introduzir no debate econômico da época. A propensão a poupar do "público", sustentava ele, define o limite em que, dada certa magnitude do investimento, a renda e o emprego poderiam alcançar. O fundamento para

(1) Trata-se de um problema de "intermediação financeira" nos moldes de um tratamento à la Gurley e Shaw (1.979).

isto se encontra na análise do multiplicador: uma parcela da renda que vai sendo gerada sai do fluxo de bens para o estoque (e novo eventual fluxo) de riqueza, dependendo da propensão a consumir (ou poupar). Há então um efeito patrimonial: o agente que poupa a partir da posse de uma renda monetária, habilita-se a possuir uma riqueza velha ou nova. E há o efeito - renda tão enfatizado na Teoria Geral. Se esta última dimensão esgotasse a questão da poupança, nada impediria que a análise fosse simplificada a ponto de considerar uma propensão a poupar média para a comunidade como um todo sem que se tornasse necessário apontar e precisar as peculiaridades de cada agente identificado no processo econômico. Keynes adotou este procedimento na Teoria Geral. Mas se a outra dimensão - a da mudança patrimonial - deve ser levada em conta, então a caracterização dos agentes é fundamental.

No Treatise, na medida em que o lucro empresarial aparece como uma "quase renda", a poupança foi definida como mais propriamente "poupança do público" em contraposição ou lucro (e a poupança) "dos produtores". Então a dimensão de transferência patrimonial implícita nas decisões de poupar dos agentes, aqui restritas a "público" e "produtores", aparece claramente:

"Meanwhile the savers are individually richer by the amount of their savings, but the producers of consumption goods, who have sold their current output at a lower price than they would have got if the saving had not taken place, are poorer by an equal amount. Thus in such circumstances the saving, instead

of resulting in an increase of aggregate wealth, has merely involved a double transference - a transference of consupcion from the savers to the general body consumers, and a transference of wealth to the savers from the general body producers, both total consupcion and total wealth remaning unchanged. (...) There is no increase of wealth in any shape or from corresponding to the increase of saving - the saving has resulted in nothing whatever expect a change and change between those who consume and between those who own titles to wealth." (1)

Será esta a concepção privilegiada aqui: a poupança concede um direito de apropriação de riqueza a quem poupa. Se é assim, não cabe sonsiderar apenas o agente poupador geral (ou o "público") se a transferência de riqueza entre os agentes é precisamente um aspecto central a ser considerado. Seguiremos a discriminação dos agentes já feita: o conjunto empresarial, os rentistas (que temos suposto, "poupam tudo o que ganham"), o setor público e o setor externo, mantendo a hipótese de que os trabalhadores "gastam tudo o que ganham".

Antes de entrarmos no tema propriamente, é necessária uma consideração a mais sobre o significado do direito sobre a riqueza que o ato de poupar concede a cada um individualmente. Não faz sentido

(1) Keynes, J.M. (1.979), p. 156

imaginar a transferência direta da propriedade do capital real, mas sim a transferência de títulos ou direitos sobre a riqueza. A mudança patrimonial associada ao ato de poupar é predominantemente indireta. Ou seja, entre a propriedade formal dos ativos reais e o legítimo detentor de direitos sobre a riqueza, interpõem-se títulos que dão aos seus proprietários um direito expresso em dinheiro, mas não a posse do ativo real. Trata-se de uma espécie de duplicidade do capital (capital real e "capital fictício") como observaram Marx e Hilferding (1). Então, em uma situação como a do "endividamento forçado" de Steindl, ou de "transferência de riqueza dos produtores para os poupadores" como Keynes descreveu, a mudança patrimonial pode-se dar através exclusivamente do "capital fictício", mantida a propriedade do capital real. A contrapartida é que o "produtor" se vê obrigado a contrair uma dívida, em geral junto aos bancos, emitindo um título correspondente. Do ponto de vista dos agentes envolvidos, o resultado em termos de um balanço patrimonial seria o seguinte: o "produtor" tem sua riqueza líquida particular diminuída no montante equivalente aos títulos que emitiu e que dão direitos em dinheiro; o "poupador" tem sua riqueza acrescida correspondentemente pelo capital de empréstimo que acumula. Para o conjunto da sociedade, a riqueza não se altera (a dívida do produtor e o capital de empréstimo do "poupador" se cancelam). Se entre "produtores" e "poupadores" se interpõe o sistema bancário, então os títulos de emissão do "produtor" formam o ativo bancário, enquanto "depósitos no sistema bancário", constituem o "capital de empréstimo" do "poupador". Também aqui não se altera o valor da riqueza global.

(2) Marx, K. (1.974), livro 3, seção quinta, Cap. XV e Hilferding, R. (1.973), 2ª parte

Em mais um sentido fica evidenciada a importância do sistema bancário. Como no exemplo acima, os bancos atuam como operadores das mudanças patrimoniais. Por sua presença, o capital parece ser multiplicado uma vez mais. É, no entanto, a garantia que concedem de um lado e do outro, o que permite que cada alteração na distribuição dos direitos sobre a riqueza social, como nos casos descritos, não se traduza em níveis mais altos de risco na economia e em constantes transferências de propriedade do capital real. Sérios problemas podem surgir da negativa (ou da impossibilidade) dos bancos acomodarem uma nova distribuição dos direitos sobre a riqueza. Problemas da mesma ordem decorreriam de uma súbita mudança dos padrões de avaliação na economia, que resultasse no exercício dos direitos acumulados de forma radicalmente distinta da que prevalecia. Nesse caso, esses direitos podem ficar "suspensos no ar" ou exercidos apenas mediante uma importante mudança na propriedade real do capital.

Finalmente, a observação que se segue às considerações acima: os direitos sobre a riqueza - tanto os "velhos", quanto os "novos" (como os gerados pela poupança corrente) - podem ser e em geral são exercidos em títulos financeiros genericamente, ou se quisermos, sob a forma de acumulação de "capital de empréstimo" ou "acumulação financeira".

2.3 - Os Direitos Sobre a Riqueza nas Hipóteses do Ajustamento

Vamos especificar os agentes e sua posição na economia. Empresários e setor público comandam a produção de nova riqueza e poupam parcela de sua renda corrente (a partir do lucro líquido e tributos e demais receitas públicas em um caso e no outro). Esses agentes definem a nova riqueza real que é incorporada à riqueza social. Simultaneamente, são agentes que disputam direitos correntes de sua apropriação. Quanto ao consumo do conjunto empresarial e o gasto corrente do setor público, estes apresentam as seguintes características. No primeiro caso, podemos seguir Kelecki e admitir que o consumo capitalista corresponde à uma determinada proporção do lucro líquido agregado (além de uma parcela fixa).

O gasto corrente do setor público pode apresentar um alto grau de inflexibilidade com respeito às receitas públicas (casos dos juros da dívida e das transferências constitucionais para Estados e Municípios, ou mesmo os gastos com pessoal e subsídios, dependendo do momento, além da força e posição dos diversos grupos na estrutura de poder). Nestas condições, a principal variável de ajuste nas contas públicas, salvo em ocasiões particulares, pode não ser o gasto corrente, mas sim o investimento. Consideraremos na análise a seguir a poupança do setor público, como subordinada às metas para o déficit público, dada a política de ajustamento.

A hipótese acerca dos rentistas - a de que eles "pouparam tudo o que ganham", ou seja, seu consumo é suposto zero ($C = 0$) - serve apenas para realçar a sua característica fundamental de ^japropriadores de direitos da riqueza. Suas decisões, no entanto, como a dos bancos que se incluem nesta categoria, influenciam as decisões de acumulação de capital real através da taxa de juros e acesso ao crédito.

As relações com o exterior definem as variações do capital de empréstimo da economia tomada em seu conjunto. A hipótese sobre a poupança externa também será explicitada de acordo com a política de ajustamento.

Finalmente, os trabalhadores não pouparam ("gastam tudo o que ganham"). Seguimos aqui o procedimento que Kelecki encontrou para frisar que os trabalhadores nem decidem a criação de nova riqueza, nem disputam por direitos de sua apropriação. Na ótica da demanda efetiva, suas relações esgotam-se nos fluxos correntes de renda (salários) e de bens (consumo).

A expressão geral para a nova riqueza (capital real e capital de empréstimo) criada em um determinado período e para os direitos dos agentes em apropriá-la é:

$$(7) \quad W = I_k + B = S'_k + S'_p + S_j \quad (1)$$

Levando em conta as hipóteses do ajustamento (2) e lembrando que $S_j + J_{ki} + J_{pi}$, se os rentistas não consomem, em (7) temos:

$$I = S'_k + I_p - J_{pe} + J_{ki}$$

$$\text{Como } I = I_k + I_p,$$

$$(7') \quad S'_k = I_k + J_{pe} - J_{ki}$$

(1) onde: $I = I_k + I_p$ é a formação de novo capital real pelos empresários (I_k) e setor público (I_p).

$B = X'_e - J_{ke} = X'_e - J_{pe} - J_e = -S_e$ é o novo capital de empréstimo.

$S'_k = P'_k - C_k = P_k - C_k - J_{ke} - J_{ki}$ é a poupança empresarial (C_k é o consumo empresarial). S'_k , deduzida a fração correspondente aos lucros distribuídos ou dividendos, iguala à acumulação interna das empresas.

$S'_p = T_p - C_p - J_{pe} - J_{pi}$ é a poupança do setor público (T_p é a receita fiscal e C_p é o gasto corrente do setor público).

$S_j = J_{ki} + J_{pi}$ é a poupança dos rentistas - o consumo (C_j) é nulo.

(2) Ou seja,

$$S_e = 0 \text{ (ou seja, } B = 0)$$

e

e

$$D_p = 0 \text{ (ou seja, } T_p - C_p = I_p \text{ ou ainda,}$$

p

$$S'_p = I_p - J_{pe} - J_{pi}$$

p

A expressão (7') poderia ser obtida diretamente de (4). Preferimos reproduzir toda a sequência para melhor mostrar como, dadas as hipóteses do ajustamento, os direitos sobre a riqueza que os empresários acumulam podem superar em um montante como $(J_{pe} - J_{ki})$ o que eles próprios comandam como formação de nova riqueza real (I_k) . Tudo depende de que J_{pe} supere J_{ki} . Já discutimos esta questão. No caso brasileiro, com a estatização da dívida externa, J_{pe} assume um valor quase tão elevado quanto X' , as exportações líquidas. Por outro lado, os processos de desíndividamento e cancelamento das dívidas empresariais levou à virtual anulação de J_{ki} . Se tomarmos então $J_{ki} = 0$ teremos como expressão para a apropriação de direitos sobre a riqueza pelo conjunto dos empresários:

$$(7'') \quad S'_k = I_k + J_{pe}$$

Assim, um montante equivalente ao que o setor público paga em juros externos é o que o conjunto empresarial acumula como direitos, além de sua própria acumulação de capital real. Esta acumulação excedente só pode assumir a forma de direitos em dinheiro, ou seja, acumulação de capital de empréstimo, se não há um processo correspondente de transferência de capital. As hipóteses do ajustamento implicam então que os empresários em seu conjunto assumam necessariamente uma face rentista.

3 - DESEQUILÍBRIO E CRISE DO SETOR PÚBLICO

3.1 - O Déficit Público

Assunto amplamente debatido, o desequilíbrio do setor público brasileiro terá aqui uma abordagem orientada para alguns objetivos. Um deles consiste em reunir as menções feitas em várias passagens a respeito das causas do seu desequilíbrio corrente e patrimonial ao longo do ajustamento e crise da economia nos 80. Mais importante será avaliar os limites impostos à capacidade de investir do Estado. Completaremos, assim, a análise do quadro da formação da riqueza real no país, com esse outro agente decisor de criação de riqueza além do setor empresarial.

Devemos retomar o conceito original de déficit devido às inúmeras acepções alternativas surgidas nos anos 80. Déficit de qualquer agente é o dispêndio líquido da receita ao qual não corresponde a formação simultânea de um ativo ou patrimônio líquido realizável. Há portanto uma perda patrimonial líquida para o agente, ou um déficit público, em se tratando do setor público.

Os componentes básicos do déficit público podem ser desdobrados da seguinte forma: a) O déficit primário, formado por sua vez por dois itens que convém especificar: o déficit primário explícito das esferas do governo (incluindo subsídios explícitos) e os

subsídios implícitos na compra e venda de produtos (como produtos agrícolas) e no crédito oficial. b) o déficit financeiro. Nesse caso é mais conveniente a adoção do "conceito operacional". Ou seja, do encargo de correção monetária e juros da dívida, a primeira parcela deve ser abatida. Julgamos no entanto, que o índice adequado para o abatimento deve ser um índice próprio das receitas públicas, como veremos a seguir.

Vejamos cada um desses componentes no contexto dos anos 80.

a) O Déficit Tradicional, o déficit convencional, que ampliou-se consideravelmente entre fins dos 70 e início dos 80, devido, principalmente, aos subsídios concedidos ao setor privado. Da parte da receita tributária (T), esta declinou acompanhando a recessão, além das isenções e incentivos concedidos a segmentos do setor privado como forma de compensação à recessão. O valor real do gasto público (G) manteve-se com irregularidades até 1.983, quando se inicia uma forte contração do gasto com pessoal e investimento. Após a recessão, o ajuste em (G-T) se dá em condições de recuo da carga tributária; o "boom" exportador e a aceleração inflacionária estão na raiz da queda. É este o momento em que o gasto recua sobretudo quanto aos itens de subsídios e investimento - este constituindo-se na principal conta de "fechamento" - abrindo espaço ao superávit primário. Por outro lado, uma sucessão de "pacotes" ou "reformas" fiscais procuraram preservar os valores reais da arrecadação tributária, obtendo êxitos parciais.

b) O subsídio Implícito (SI), cuja relevância se deve às operações mercantis e aos contratos efetivados pelo setor público em condições de alta inflação. Sob inflação, as transferências para setores ou empresas podem ocorrer através da mera subestimativa da variação de preços e indexadores. Esta foi uma forma destacada de amparo a setores fragilizados financeiramente antes mesmo da recessão, quando a economia reduziu sua taxa de crescimento e a inflação acelerou a partir da segunda metade dos 70.

O subsídio implícito para se efetivar requer o transcurso do tempo, razão pela qual torna-se de difícil mensuração e, na maioria das vezes, de avaliação "ex-ante" muito imprecisa.

O subsídio na compra e venda de mercadorias surge de uma defasagem de preços. Se $P_m - M$ representa uma compra de bens (como bens agrícolas) por parte do governo; P_m é o valor da compra. $M' - P'_m$ corresponde à venda após um certo tempo; P'_m sendo o valor da venda. M , na primeira operação tem o mesmo valor da compra e M' é o valor original da mercadoria acrescido dos custos de carregar o estoque no tempo referido: custos de transporte, armazenagem, perdas eventuais e juros de financiamento. M' é, portanto, necessariamente maior do que M . Consumado o processo como um todo, não haveria subsídio apenas na hipótese de que o circuito respeitasse a seguinte condição:

$$P_m - M \dots M' - P'_m \quad (\text{em que } \dots \text{ representa o transcurso do tempo})$$

Nesta hipótese, o setor público incorreria em uma "necessidade de financiamento", ou seja, ele demandaria crédito (se não contasse com liquidez própria) para financiar um capital líquido (no valor de P) a ser realizado posteriormente. Mas não déficit, como antes definido.^m O subsídio implícito tem origem em um preço de venda inferior ao valor do estoque formado, seja porque o preço de venda não foi capaz de acompanhar a desvalorização da moeda ou porque o preço de mercado sofreu uma queda no período de tempo entre a compra e a venda, seja ainda porque a própria política de fixação de preços dos estoques públicos não incorporou os custos de carregamento aos preços de revenda. Então, podemos definir o subsídio implícito como,

$$SI = M'_p - P'_m$$

O subsídio de crédito contém a mesma dimensão de tempo e incorre em semelhante dificuldade de mensuração sob inflação alta. C é um crédito concedido pelo setor público; C' é o mesmo valor C acrescido dos juros e correção do crédito original no tempo do financiamento. O subsídio é caracterizado para qualquer valor de ressarcimento C'' entre C e C' . Evidentemente, se C'' iguala C' não há subsídio, mas teríamos um outro exemplo de "necessidade de financiamento do setor público". O problema de avaliação do subsídio do crédito reside no índice adequado ao setor público (o financiador) para o cálculo do valor atualizado de C . Este, rigorosamente, deveria ser o índice do custo do refinanciamento do próprio setor público, algo muito complexo para ser estimado com precisão pois envolve um composto de fontes de financiamento (recursos fiscais, moeda, empréstimos, etc.).

O subsídio de crédito é, então, determinado por:

$$SI_c = C'' - C'$$

Os momentos de aceleração inflacionária e de recessão na entrada dos 80 favoreceram a ampliação da defasagem entre C'' e C' , bem como entre P' e M' . A maior dificuldade na avaliação do subsídio implícito ou a camuflagem dos valores reais propiciada pela inflação, serviram de fato para facilitar o tráfico de influência de segmentos privados junto ao governo e o apoio financeiro disfarçado do setor público a setores bem posicionados no poder ou privilegiados pela política econômica. Vimos como na recessão do ajustamento (ou mesmo antes dela) este foi um importante mecanismo de desindividoamento e de redução do custo financeiro do setor privado.

Juntos, $(G - T)$ e SI formam o déficit primário. É este o componente do déficit público que a partir de 1.983 passa a ser contido (e caminha para modestos superávits) em parte pelos fatores já assinalados com relação a $(G - T)$, onde se destaca a queda dos investimentos públicos, mas também devido à redução em SI . A generalização da "correção monetária plena" após 1.984 e a transferência de alguns subsídios de preços do setor público para o consumidor (caso do trigo em 1.987) contribuíram para isso (1).

(1) Sobre a crise fiscal, evolução das contas e mensuração do déficit público nos anos 80, consultar, dentre outros trabalhos que foram produzidos, Teixeira (1.989) e Daio (1.988). Sobre as empresas estatais (tema a seguir), ver os trabalhos de Paula (1.987 e 1.989).

c) O Déficit Financeiro - J_p . O encargo financeiro do setor público depende evidentemente do montante da dívida líquida acumulada, das taxas de juros sobre ela incidentes e de um fator que devemos chamar a atenção já que adotamos o conceito operacional de déficit. Do ponto de vista do setor público, a taxa de desconto do valor nominal dos encargos financeiros (juros e amortização) para o cálculo do déficit no conceito operacional, não deveria corresponder ao índice que corrige os valores nominais da dívida (correção monetária e cambial). Isto equivaleria a considerar um valor para π (tal como definido anteriormente) sempre igual a 1. Aquela taxa deveria seguir um índice particular de preço do devedor, no caso, um índice de receitas do setor público. A rigor, portanto, o custo real de juros referente a um dado período deveria ser assim definido:

$$J_p = \sum_n r_n p_n D_n^0$$

onde r_n é a taxa de juros (para n diferentes tipos de débitos).

p_n é uma relação entre índices: o índice de correção das dívidas e o índice próprio de receitas públicas em um determinado período.

D_n^0 é o valor inicial para cada modalidade n de dívida líquida do setor público.

A expressão acima pode comportar as diversas fontes de financiamento, inclusive a emissão de moeda. Dada, porém, as circunstâncias do endividamento do setor público nos 80, identificaremos a dívida externa e a dívida de origem interna. J_p pode ser desdobrado em:

$$J_p = J_{pi} + J_{pe}$$

$$J_p = r_i p_i D_i^o + r_e p_e D_e^o$$

onde os índices i e e indicam origem interna e externa da dívida. Note-se que na nova expressão, a relação p_n pode ser melhor qualificada. p_i exprime a relação entre o indexador da dívida em moeda nacional (correção monetária ou a correção prefixada nos títulos da dívida pública) e o índice particular de preços; p_e expressa a mesma relação, sob indexação cambial.

Podemos agora avaliar os diversos processos que tiveram curso nos 80. A estatização da dívida externa determinou a elevação de J_p . Na entrada dos 80, este foi um fato marcante, pois as taxas internacionais de juros subiram extraordinariamente e o governo seguiu uma política cambial orientada ao incentivo das exportações. Por isso, crescem D_i^o , r_e e p_e , este assumindo valor superior a 1, dada a conjuntura de queda de arrecadação tributária e de tarifas associada à política de desvalorização real do câmbio.

A trajetória do custo financeiro da dívida em moeda nacional encontrou em seu percurso fatores contraditórios. D_i^o apresentaria uma tendência inexorável de evolução rápida durante a recessão do ajustamento e a crise que se seguiu. A taxa de juros r_i manteve-se em níveis altos, muito embora oscilasse em função da

política monetária, dos sucessivos "choques" aplicados à economia e da instabilidade dos mercados de dinheiro e de ativos. Um outro fator fundamental consistiu na força contrarrestante representada pelos valores assumidos por p_i . Com efeito, ao longo dos 80 a dívida pública sofreu desvalorizações através de expedientes semelhantes àqueles que auxiliaram no desindividamento privado. A prefixação de 1.980, as "ondas" de expurgo da correção monetária do período 1.982-84, a expressiva sub-valorização do indexador em 1.983 e a execução de planos de estabilização em 1.986, 1.987, 1.989, 1.990 e 1.991, concorreram para isto. Isto explica uma evolução da dívida pública nos 80, que além de irregular, foi bastante amortecida. Do ponto de vista do setor público, isto compensou parcialmente o impacto de outros custos financeiros que fora obrigado a assumir. Do ponto de vista dos rentistas domésticos, representou em alguns momentos um rebaixamento expressivo do valor do estoque da riqueza por eles acumulada.

Na prática, as possibilidades de desvalorização e "desindexação" da dívida foram se tornando mais estreitas, à medida em que também se estreitavam os prazos efetivos da dívida pública, uma exigência dos rentistas ante o temor de desvalorização da riqueza financeira.

Uma observação final: D^o e D^e incluem as dívidas absorvidas ao setor privado. Desta forma, uma parcela de J_p corresponde ao custo destas encampações, as quais, como vimos,

compuseram o ajuste empresarial do período recessivo. Em suma, J e o déficit primário formam o que rigorosamente seria o déficit público ($D_p = (G - T) + SI + J$), que na trajetória dos 80 transitou de um valor muito alto na entrada da década, incluindo um expressivo déficit primário, para níveis menores a partir de 1.983, composto basicamente pelo déficit financeiro (J).

3.2 - O Componente de Financiamento no Desequilíbrio Público

Já nos referimos aos casos em que embora o setor público não incorra em déficit, apresenta-se uma "necessidade de financiamento". É importante destacá-los porque a inserção do setor público se dá de forma distinta e rigorosamente não decorre de gastos acima da receita, mas sim, em grande extensão, das lacunas que já existiam no sistema interno de financiamento e que nos anos 80 se ampliaram sensivelmente.

Devemos chamar a atenção para três problemas, seriamente afetados por este agravamento: a) o financiamento corrente a setores de maior risco do ponto vista do crédito bancário (entre os quais a agricultura e pequenas e médias empresas) sofreu forte retração; b) o financiamento de médio e longo prazo para investimentos (já de restrita dimensão em face da antiga aversão ao risco de imobilização de crédito por parte dos bancos brasileiros) praticamente deixou de existir no segmento privado; c) o financiamento de grande inversões sobretudo os projetos de infra-estrutura a cargo de empresa estatais (absolutamente inexistente no sistema privado doméstico e suprido até os anos 70 pelo sistema bancário internacional), praticamente também deixou de existir, exceto nas agências internacionais de fomento.

Já descrevemos os fatores de risco e de encarecimento do crédito que, desde fins dos 70 e entrada dos 80, afetaram o

financiamento de origem interna e externa. A propósito, uma interpretação da crise brasileira dos 80 pelo ângulo do sistema bancário pode ser resumida na observação de que ambos os sistemas privados - interno e externo - negaram-se a prosseguir financiando a economia. Eles desejariam ir mais longe nesse processo para, no limite retirarem-se do financiamento já concedido, o que significaria a redução em termos absolutos do crédito. O segmento bancário doméstico concretizou em grande medida este objetivo dadas as facilidades que o setor empresarial teve para promover o desindividamento. Em parte devido a isto, a crise de crédito do Brasil apresentou-se nos anos iniciais da década como um rompimento não gradual do fundo finance que financiava a atividade econômica interna, embora em algum grau esta ruptura tenha sido acompanhada por redução correspondente da demanda de crédito. Para certos segmentos, no entanto, a manutenção ou até o aumento dos investimentos e da produção, ou ainda a impossibilidade de geração de fontes internas de liquidez, requeria, ao contrário, a ampliação do fundo finance. Esta não foi a tendência dominante: a demanda de crédito efetivamente declinou. Mas os setores em que a demanda de finance manteve-se ou elevou-se - casos da agricultura, motivado pelo crescimento das safras na segunda metade dos 80, da produção para exportação desde 1.983/1.984, e do setor público e empresas estatais, cuja produção para fornecimento de certos bens e serviços fundamentais não podia regredir abaixo de certo nível - de alguma forma o crédito corrente passou a ser atendido por agências públicas de financiamento ou diretamente pelo governo ou Banco Central, aprofundando a necessidade de financiamento global do setor público. Por outro lado, a suspensão de crédito novo de origem externa

rompeu com uma destacada fonte de recursos para o próprio setor público. A combinação disto com as necessidades ampliadas de financiamento, antes assinaladas, formam um determinante a mais do crescente endividamento do setor público brasileiro.

Uma "necessidade de financiamento", semelhante aos casos anteriores surge sempre que aumentam as operações mercantis realizadas pelo governo (como aquisição de produtos agrícolas para formação de estoques), ainda que não envolvam subsídio implícito.

Consideremos o crédito, ou para sermos mais gerais, o avanço de recursos líquidos (dos retornos dos avanços passados) concedido pelo setor público não financeiro ao setor privado como f_k ; e o avanço, bem como o financiamento do investimento das empresas estatais e setor público, a cargo das agências governamentais, com f_p .

A "necessidade de financiamento" do setor público devido ao motivo "financiamento" pode ser assim representada:

$$F = f_k + f_p$$

Por fim, a necessidade global de financiamento do setor público em um determinado período é dada pelo déficit propriamente dito e o componente F acima. Eles pertencem a ordens de problemas e

determinações distintas. O déficit passou de primário para financeiro à medida em que a economia transitava da recessão à crise. O componente F avolumou-se com o afastamento dos bancos privados domésticos e do exterior do financiamento corrente e de longo prazo da economia, levando o setor público a acumular compromissos crescentes para assumi-los.

3.3 - As Empresas Estatais

A princípio não haveria razão para um tratamento particular das empresas estatais no contexto do "setor empresarial". Elas buscariam, como as empresas privadas, "capturar" o lucro bruto agregado. Dado o valor do lucro bruto a elas correspondente e o montante da dívida e as demais condições financeiras que definem seus compromissos com juros, resultaria um lucro líquido. Estaríamos diante de um problema de distribuição do lucro agregado entre os segmentos empresariais público e privado. A individualização do setor estatal, corresponderia ao seu reconhecido peso na estrutura produtiva da economia brasileira. Mais ainda: se fossem verificadas no decorrer dos anos 80 certas características da "autonomia" das empresas estatais, como assim interpretaram muitos autores, analisando-as nos anos 70, apenas a observação pormenorizada revelaria diferenças importantes entre elas e as empresas privadas em termos da questão acima (distribuição do lucro bruto). (1) Não se tratava apenas de uma autonomia gerencial, mas também de autonomia financeira, por capacidade de acumulação interna (o que pressupunha comando na fixação do mark-up) e por financiamento externo (pressupondo acesso ao crédito em bases semelhantes ao setor privado, uma condição assegurada pelo crédito no exterior) para o financiamento dos investimentos. Se, ainda, as condições de financiamento das estatais em termos de composição dos recursos (grau de endividamento) e custo e prazo dos

(1) Não devemos considerar como empresa estatal as empresas que de fato cumprem função de esferas típicas de governo, as quais compõem propriamente o "setor público".

fundos tomados de empréstimos eram mais ou menos equivalentes às do setor privado (grosso modo isto prevaleceu até 1.978), então a distribuição do lucro líquido entre um e outro setor deveria acompanhar a distribuição do lucro bruto. Em suma, as empresas estatais, nestas condições, habilitavam-se a disputar o lucro agregado gerado na economia.

Duas condições impostas ao setor estatal na perspectiva do ajustamento determinariam um radical retrocesso de sua autonomia financeira. Em primeiro lugar, no quadro da disputa pelo lucro agregado, lhes foi retirada a participação ativa, pois a política tarifária passou a compor de fato como um expediente de política voltado ao ajuste privado, neste caso, através do barateamento de seus custos de produção. Em outras palavras, a tarifa serviu ao ajuste das margens de lucro do setor empresarial privado, sob a alegação de que isso auxiliava a contenção das pressões inflacionárias.

Convém lembrar que a deterioração tarifária iniciou-se ainda na segunda metade dos 70, justificada na época pelas facilidades e pelos baixos custos do financiamento externo que compensariam o sacrifício da acumulação interna. Por esta razão, as medidas do "ajustamento" se abateram sobre uma estrutura de recursos das estatais já desbalanceada devido ao alto grau de endividamento, agravando-a ainda mais.

Segundo: nas novas condições de financiamento externo que prevaleceram desde 1.979, a empresa estatal não dispôs de comando

suficiente para alterar compensatóriamente sua estrutura de financiamento. Pelo contrário, partindo de um já excessivo grau de endividamento, assistindo à progressiva deterioração da acumulação interna e com volumosos investimentos ainda por realizar (correspondendo à sua inserção em setores mais pesados do 2º PND), foi levada a um endividamento ainda maior. Do ponto de vista das contas externas do país, isto assegurava o ingresso de novos recursos (a estatização pelo fluxo da dívida externa), ao mesmo tempo em que o setor privado, preservado como agente autônomo de decisão, batia em retirada do endividamento externo. Como não é possível proceder ao desendividamento particular de todos os agentes simultaneamente quando um condicionante macroeconômico (como o determinado pelo balanço de pagamentos) impõe a formação de novas dívidas, a empresa estatal se viu alçada à condição de agente "ponzi" do processo. "Ponzi" é uma expressão de Minsky para representar a estrutura de financiamento um grau acima daquela denominada por ele de "estrutura especulativa", ou seja, a que requer o refinanciamento dos compromissos financeiros da dívida para que o devedor possa honrá-los; e dois graus além da posição calculada e protegida hedge, a que é capaz de honrar seus compromissos com os rendimentos correntes de seus ativos(1). Uma descrição alternativa das reações empresariais às novas condições quanto a risco, incerteza e acesso ao crédito que passaram a vigorar no Brasil desde fins dos 70 e início dos 80, apoiadas em Minsky, consiste em observar que todos os agentes na economia passaram a perseguir o objetivo da imediata regressão à posição hedge, algo possível apenas para uma fração deles, no caso, ao setor privado,

(1) Minsky, H. (1.986).

porque: a) com respeito às contas externas do país, os agentes internos em seu conjunto deveriam ampliar (e não cancelar) dívidas; b) não houvesse o constrangimento macroeconômico acima, e se cada agente individualmente executasse as ações necessárias à regressão da estrutura de financiamento, isto não só não reduziria o endividamento para o conjunto (prevaleceria o "endividamento forçado"), como poderia desencadear uma grave e desordenada crise de liquidação. O aprofundamento da exposição das empresas estatais a uma inadequada (e de alto risco) estrutura de financiamento, atendeu, assim, a um condicionante macroeconômico ditado pela necessidade de financiamento externo, mas também serviu para ordenar o processo de desindivíduo na economia, o qual de outro modo não comportaria todos os agentes em simultâneo.

As estatais, portanto perdem o comando sobre suas margens brutas de lucro (mark-up) e passam a apresentar a estrutura financeira mais arriscada e cara possível. Por isso, declina sua capacidade de disputar a distribuição do lucro bruto agregado; eleva-se simultaneamente a dedução do lucro bruto devido à carga de juros. Apesar disso, durante o ajustamento recessivo, sustentaram seus níveis de investimentos compondo o déficit primário do setor público. Em 1.983/84 os investimentos das estatais declinam fortemente acompanhando a transição de déficit para superávit primário. De qualquer forma, os investimentos das empresas estatais não poderiam ser mantidos, dada a ruptura do financiamento externo, o comprometimento de sua acumulação interna e a inadequação das fontes alternativas de financiamento domésticos, estas virtualmente restritas

às congestionadas agências públicas de financiamento e à programação monetária do Banco Central. Nestas condições, o investimento das empresas estatais passam a compor a programação das contas do governo geralmente como um resíduo, servindo como uma das principais variáveis de ajuste no caso de frustração das fontes do setor público como um todo (da mesma forma, aliás, que os investimentos das esferas tradicionais de governo)(1). Deste modo o investimento público e das estatais submergiu ante à política de ajustamento e à crise das finanças públicas; veremos como, ao mesmo tempo, submergia ante à incerteza radical, o investimento privado.

d. 10

(1) Se a fixação de tarifas, o financiamento e as inversões das empresas estatais se submetem desta forma às diretrizes da política de ajustamento, uma expressão como a (3) do item I, com algumas pequenas adaptações, passa a refletir o lucro líquido agregado do setor empresarial privado (e não do segmento empresarial como um todo), que ao contrário do segmento empresarial do Estado, preserva a capacidade de fixar margens de lucro, habilitando-se à disputa do lucro macroeconômico, e de reestruturação ativa e passiva, objetivando defender ou ampliar sua capacidade de acumulação interna.

3.4 - A Dívida Pública

Por diversos fatores e em sucessivas etapas, o Estado foi sendo conduzido nos anos 80, ao maior endividamento: pela estatização da dívida externa e encarecimento desta, pelos cancelamentos de direitos detidos contra o setor privado e por encampações de dívidas privadas. Além destes, operaram os determinantes tipicamente de fluxo, como os relacionados ao déficit corrente formado como contrapartida da sustentação do lucro agregado do setor privado (fase recessiva do ajustamento) ou para servir aos encargos financeiros do endividamento interno e externo (fase seguinte). Caberia lembrar ainda o financiamento corrente e de longo prazo dos setores público e privado, transferido ao setor público devido à crise de crédito, interna e externa e que implicou em maior "necessidade de financiamento". Em alguns momentos atuou um fator contrarrestante que amorteceu a evolução do endividamento público (em particular, da dívida pública mobiliária), consistindo em alguma forma de desvalorização dos estoques existentes.

Estes condicionantes influenciaram para mais ou para menos a evolução da dívida e do custo financeiro do Estado, em um balanço de difícil avaliação à priori. Assinalamos também que o risco de desvalorização da dívida pública despertou reações entre os titulares de direitos sobre o capital de empréstimo (ou seja, os rentistas), reações estas que não concorriam (como de resto, nem poderiam) para corrigir as tendências de crescente endividamento

público e de acumulação de capital de empréstimos em mãos do setor privado. Estas eram tendências formadas a partir da dinâmica macroeconômica, a que definia nas condições descritas para a economia brasileira dos 80, o lucro agregado e a distribuição entre os agentes dos novos direitos criados sobre riqueza. Nesta dinâmica, a posição rentista é a de um agente exclusivamente apropriador de direitos sobre a riqueza. Isto significa que reações possíveis desses agentes em face ao risco de desvalorização patrimonial estão restritas ao próprio capital de empréstimo, sua forma e composição, onde recaem suas decisões. O que foi dito acima apenas não corresponderia à realidade da economia brasileira se em um período como o que se seguiu à recessão do ajustamento, o setor empresarial, tendo assumido um lado rentista, abandonasse esta condição e retomasse a formação de nova riqueza real, algo que, no entanto, esbarrava na incerteza radical e na quebra das expectativas de longo prazo.

Para tratar das reações rentistas e explicar a polarização da riqueza privada acumulada sob a forma de capital de empréstimo no "dinheiro financeiro" lançaremos mão de uma análise típica de portfólio ou de seleção de carteira. Tínhamos reservado este procedimento para ser adotado após sublinharmos que a criação de direitos sobre a riqueza em mãos do setor empresarial e a concentração desta em capital de empréstimo - em títulos de dívida pública, em particular - seguiram determinações macroeconômicas. A polarização da riqueza nas "quase-moedas" que foi um outro desdobramento da crise brasileira será um tema central do Capítulo IV.

Quanto à dívida pública, cabe apenas complementar as observações acima, destacando como os rentistas reagiram ao risco de desvalorização. Foram dois os processos principais: o encurtamento dos prazos aceitos para deter títulos do governo (um deslocamento da "preferência pela liquidez") e a efetivação de operações de arbitragem nos mercados de ativos. Procuraram, desta forma, exercer controle sobre a política monetária e de juros através da ameaça de rápidas e explosivas (sobre os preços dos ativos) mudanças de posições. Este potencial instabilizador transferido à dívida pública seria sua marca registrada ao longo da década; um traço, a propósito, que está longe de ser refletido pela evolução ou pelas dimensões que, em termos absolutos ou relativos, atingiu o endividamento público ao longo dos anos de crise.

CAPÍTULO II

CRISE E REAÇÕES EMPRESARIAIS

1 - AS ETAPAS DO AJUSTAMENTO E CRISE

As relações estabelecidas no capítulo anterior atenderam a dois objetivos principais: mostrar que as hipóteses do "ajustamento" da entrada dos anos 80 não excluíam o ajuste empresarial privado e que as condições macroeconômicas implícitas no "ajustamento" conduziram a uma crescente acumulação empresarial de direitos sobre a riqueza na forma de capital de empréstimos (acumulação financeira).

No presente capítulo estudaremos mais propriamente o movimento da economia. Tomaremos as expressões para o lucro agregado e acumulação interna empresarial para indagar sobre o comportamento das principais determinantes do lucro e da acumulação na recessão do ajustamento e na fase posterior. Depois, procuraremos, apoiados em Keynes, uma explicação para a paralisia do investimento após concluído o "ajustamento recessivo" e analisaremos as reações empresariais em condições de instabilidade, recessão e crise da economia. Como podemos descrever o comportamento das variáveis macroeconômicas durante o ajuste recessivo?

Uma primeira observação diz respeito ao déficit primário do setor público. Nem sempre registrou-se o pequeno superávit ou o virtual equilíbrio suposto anteriormente. O déficit primário alcançou níveis expressivos em 1.979/80 (biênio para o qual não se dispõe de dados) e níveis menores em 1.981/82. A ocorrência de déficit

nesses anos é um fato a ser destacado porque desde fins dos 70 colocava-se para as empresas o risco do endividamento e o problema do "reequilíbrio de estoque".

Os mecanismos descritos de desindexação de débitos e estatização de dívidas, em parte responderam a esta ordem de problema. Mas quando sobreveio a recessão provocada pelas medidas do ajustamento e foi imposta uma severa contração do crédito corrente doméstico, o déficit primário exerceu a função de preservar em alguma medida o lucro macroeconômico. Ajudou a impedir, assim, que o novo impulso que se apresentava para o desindividamento empresarial (desta feita motivado pela ruptura do crédito interno e pela recessão) não se desdobrasse em crise de liquidação de ativos, arrastando empresas ou setores mais fragilizados pela retração da economia. Caso isto ocorresse, o sistema bancário seria afetado, o que talvez bloqueasse o seu próprio ajuste. É também importante chamar a atenção para um certo volume de déficit primário prevalecente nos anos recessivos porque os demais componentes do lucro agregado se comprimiram fortemente, como é o caso do investimento.

Os determinantes do investimento foram duramente afetados durante o ajuste recessivo. A perspectiva de queda das vendas, de resto, francamente patrocinada pela política econômica em um momento em que muitos setores recém concluíram a ampliação da capacidade produtiva, anunciava uma imediata redução do grau de utilização da capacidade, levando ao declínio da lucratividade do

capital. A recessão, a elevação das taxas de juros e a escassez do crédito, por outro lado, concorriam para a desacumulação dos estoques de capital circulante e capital líquido.

Por fim, na recessão, o "excedente empresarial com o exterior" ainda não estava inteiramente constituído, embora a estatização da dívida já estivesse concluída. Os mega-superávits comerciais aparecem após 1.983.

Enfim, a expressão do lucro líquido empresarial adequada ao período recessivo seria tal que incorporaria o próprio gasto empresarial (G_k), em franco descenso, além do déficit primário (D_p), dos juros pagos internamente (J_{ki}) e um pequeno "excedente financeiro com o exterior" ($X' - J_{ke}$). (1)

Foram então, para resumir dois fatores que ajudaram a contrarrestar a queda em G_k em seu impacto sobre o lucro agregado: a manutenção de um certo nível de déficit público, D_p e os níveis sensivelmente mais baixos de desembolsos de juros J_{ki} , resultantes das desvalorização da dívida privada promovidas e absorvidas pelo setor público. Este foi, em suma, quem sustentou minimamente o lucro empresarial em algo que teria muito de uma típica política keynesiana, se não estivesse tão diretamente vinculado ao lucro e ao

(1) Omitindo o excedente com o exterior, teríamos:

$$P' = G_k + D_p - J_{ki}$$

desindivíduo empresarial, e não à proteção da renda e do emprego da população mais afetada pela recessão. Aliás, de certo ponto de vista, tal orientação da política econômica correspondia à orientação adotada pela política de ajustamento: um dos seus mais importantes objetivos residia precisamente em provocar uma mudança na relação preço/salário (em particular, na relação câmbio/salário) e simultaneamente preservar a estrutura empresarial para que tornasse possível o ajuste externo.

Como já observamos, caso uma grave crise empresarial se abatesse sobre a economia, sem que o Estado assumisse o ônus da preservação de uma parcela dos lucros e do desindivíduo empresarial, a política econômica encontraria obstáculos para ser aplicada na forma e com as medidas que a caracterizaram; sequer o objetivo de gerar rapidamente vultuosos superávits comerciais poderia ser assegurado. Em outras palavras, a recessão não deveria desdobrar-se em crise, pois a obtenção de um elevado saldo comercial pressupunha a preservação da estrutura produtiva e patrimonial do setor empresarial - este, o único capaz de responder com a rapidez exigida (dados os desdobramentos da crise externa) pela produção de bens exportáveis. Daí porque a política econômica excluía qualquer conteúdo keynesiano clássico. Recessão e preservação do setor empresarial compunham a mesma estratégia do ajustamento. Nessa etapa, como convém ainda frisar, não é permitido ao setor empresarial como um todo acumular novos direitos líquidos sobre a riqueza. Seguramente, a relativa sustentação do lucro pelo Estado não permitiu que o ajuste privado fosse tão longe. Mas evitou que a recessão, o risco

subitamente ampliado e o desequilíbrio patrimonial motivado pelas mudanças nas condições do financiamento, determinassem a ruptura dos valores da riqueza empresarial acumulada, bem como a destruição de capacidade produtiva. Impediu também o bloqueio de certas decisões empresariais imprescindíveis à adequação da produção doméstica à penetração em mercados externos, tais como investimentos em melhoria da qualidade do produto e da produtividade, e em comercialização e "marketing" no exterior.

Passemos à fase pós-recessiva, a partir de 1.984. Qual a correspondência entre as variáveis acima vistas e a nova etapa? De certa forma, a análise torna-se muito mais simplificada, dada a configuração básica cristalizada em 1.984 e mantida nos anos seguintes até o fim da década. Ela assumiu como características:

- O gasto capitalista em investimento sofreu uma paralisia relativa. Isto teve implicações decisivas, como apontaremos adiante.
- O déficit primário do setor público recuou até registrar um pequeno superávit, situação que perduraria embora irregularmente até o fim da década.
- O "excedente empresarial com o exterior", composto, de um lado, de mega-superávits comerciais e, de outro, da estatização da dívida externa, passou a reproduzir-se basicamente com o mesmo padrão (expressivo valor) em todos os anos desde 1.984 (parcialmente, também em 1.983).

- A carga de juros internos sobre o setor empresarial refletiu o desindivíduoamento conduzido desde o início da década, alcançando valores baixos já no início do período (1.984/85).

Assim, se tomarmos as expressões (4) e (7')(1), do capítulo I, e considerarmos ainda os juros pagos internamente pelo setor empresarial, J_{ki} , como (virtualmente) nulos, teremos expressões para o lucro líquido empresarial e para a acumulação de direitos na empresa muito fiéis em retratar não uma situação particular ou um curto período da economia brasileira, mas sim uma sucessão de períodos, totalizando sete a oito anos até o final da década. A cada um desses anos, novos direitos sobre a riqueza iam sendo acumulados pelo conjunto dos empresários no valor do capital real que eles próprios decidiram formar, além do novo capital de empréstimo correspondente ao "excedente financeiro com o exterior". A estagnação relativa da nova riqueza do primeiro tipo (a paralisia do investimento) contrasta com os altos valores do novo capital de empréstimo. Isto resultou em que o setor empresarial passasse progressivamente a formar como rentista. Isto não constituiria um problema grave se a composição do estoque da riqueza privada não se concentrasse tanto no capital de empréstimo, após sucessivas reproduções do processo acima descrito de geração corrente de nova riqueza e de acumulação privada de direitos sobre ela. Uma menor polarização da riqueza privada em acumulação financeira, mantida a

(1) Ou seja,

$$P' = G + J - J_{ki} \quad e$$

$$S' = I + J - J_{ki}$$

natureza do ajuste do setor externo tal como foi promovido no Brasil (expresso em vultosos excedentes comerciais e estatização da dívida externa), requeriria o crescimento da formação de capital real pelo setor privado. Aliás, era esta a hipótese dos condutores da política do ajustamento e, como assinalamos, um dos pressupostos da ideologia neo-liberalizante que falhou. Em sua própria avaliação, porque a crise do Estado e a excessiva regulação econômica bloquearam a trajetória privada. Devemos tratar esta questão fundamental: por que a acumulação real paralisou-se mesmo após concluídos a fase recessiva do ajustamento e os ajustes de "fluxo" e de "estoque" do setor privado?

2 - AVALIAÇÃO DA RIQUEZA E CRISE NA INTERPRETAÇÃO KEYNESIANA

A paralisia do investimento privado a que nos referimos é relativa no sentido de que apenas uma mínima aderência verificou-se após a recessão do ajustamento entre o investimento e os critérios difundidos para a decisão de investir, estes usualmente tomados das variáveis correntes da economia e da empresa. Queremos dizer que a acumulação interna, a taxa de lucro presente (como proxy da rentabilidade esperada), além do grau de utilização da capacidade, pouco contribuíram para retratar o percurso da acumulação real. O setor empresarial - sobretudo o das grandes corporações - sustentou altos níveis de acumulação interna e de taxa de lucro, reduziu o endividamento e protegeu os níveis médios de utilização de capacidade.

Devemos então abandonar a perspectiva dos determinantes correntes das decisões de investir. Não porque lhe seja negado poder explicativo em qualquer situação, mas porque lhe é complementar algum suposto implícito que assegure estabilidade aos padrões de avaliação e risco, ausente no caso da economia brasileira dos anos 80. Aqui retomamos o problema das relações entre estoque e fluxo que nos ocupou quando tratamos do endividamento empresarial. Avaliação e risco referem-se à uma dimensão de estoque, ainda que a questão em foco possa a princípio estar circunscrita à uma dimensão de fluxo. A teoria do investimento de Keynes ilustra uma problemática como esta.

Alguns autores procuraram restringir a análise keynesiana ao investimento (como um projeto), introduzindo o conceito de "eficiência marginal do investimento". O fato, no entanto, é que Keynes sempre remeteu seu conceito de "eficiência marginal" ao capital, estivesse ou não na ordem do dia a execução de um novo projeto de inversão. Então, a relação relevante é entre a avaliação da riqueza real (estoque) e a taxa de juros; a decisão de investir (o fluxo de riqueza nova), a possível decorrência desta avaliação. Assim, uma paralisia das decisões pode se impor mesmo diante da garantia de que, por exemplo, a execução de um novo projeto não comprometerá o grau de endividamento da firma ou que irá aliviar uma situação de estreita margem produtiva face à demanda corrente, se a incerteza se apresenta na forma de questionamento sobre o valor do conjunto do capital acumulado. Do ponto de vista de quem toma a decisão (vale dizer, os empresários), um novo investimento não contribui para afastar a incerteza se esta se coloca em termos globais; apenas incorpora um valor adicional ao estoque, este já submetido à dúvida.

Risco e incerteza quanto à posse de ativos são recorrentes nas economias capitalistas. Mas as avaliações em torno a eles podem configurar situações distintas. A nosso ver, duas basicamente: uma é aderente à política econômica através de seus instrumentos tradicionais, é ainda capaz de absorver as variações correntes como guias de decisões, e, finalmente, em sua dinâmica configura as flutuações, ou, no máximo, a instabilidade nas economias capitalistas; a outra, é não só resistente à política econômica, como

não admite um padrão convencional de avaliação de incerteza e risco, e configura a crise.

A questão reside, portanto, nas condições de avaliação da riqueza capitalista e nos desdobramentos daí decorrentes sobre a produção de nova riqueza e a composição da riqueza privada. Trataremos a seguir do problema, pretendendo interpretar a passagem de uma recessão para uma crise. Temos em mente um marco decisivo para a economia brasileira nos 80: sua incapacidade em reconstituir forças dinâmicas de crescimento após superada a etapa do ajustamento recessivo. Resultou uma economia oscilante em torno à uma média de estagnação, com débeis mecanismo indutores de expansão, mas fortes forças recessivas, e submetida a uma aguda instabilidade financeira e inflacionária .

Enfim, o tema a seguir é o de uma crise na qual a decisão de investir não respeita propriamente um padrão cumulativo, nem na direção da aceleração do investimento, nem do declínio da acumulação de capital, mas permanece bloqueada ante a incerteza e a ruptura dos padrões convencionais.

2.1 -Demanda Efetiva, Investimento e Flutuações da Economia (1)

Recordemos alguns desdobramentos do princípio da demanda efetiva. Este sustenta que o nível de renda e emprego da comunidade é determinado pelas decisões de gastos dos capitalistas, as quais (dado o estoque de equipamento) são tomadas a partir de avaliações efetuadas isoladamente por cada empresário sobre as quantidades que antecipam vender a um determinado preço (de oferta). O conjunto das decisões de gasto determina em cada momento qual será o nível de renda da comunidade. Portanto, o que os empresários estão decidindo gastar agora na produção de bens de consumo e de bens de investimento será a renda da comunidade. É importante ressaltar a simultaneidade das decisões de produção, se considerarmos uma economia em dois setores, para a interpretação do significado do multiplicador keynesiano ou dos multiplicadores de Kalecki. Em ambos os autores a idéia de multiplicador tem por objetivo estabelecer uma hierarquia das decisões de gasto em que as decisões de produzir correntemente bens de investimento determinam o volume que deve ser produzido no setor de bens de consumo (Keynes). Em Kalecki, esta hierarquia revela também o tipo de decisão (a decisão de investir) que é fundamental para a determinação do lucro. Uma vez resumido o princípio da demanda efetiva e o significado do multiplicador, podemos desdobrar a famosa passagem de Kalecki "os trabalhadores gastam o que ganham e os capitalistas ganham o que gastam" da seguinte forma:

(1) O presente e o próximo item tomam por base o trabalho de Belluzzo e Almeida (1.989)

- a) o lucro macroeconômico é resultado da decisão de gasto da classe empresarial na produção de bens de investimento;
- b) o crescimento dos lucros depende de que os empresários decidam gastar acima de sua renda corrente (lucros correntes).
- c) a aceleração da taxa de investimento que induz o crescimento dos lucros e da renda é um fenômeno de desequilíbrio entre a decisão de gasto presente e a capacidade de financiamento através dos lucros derivados das decisões anteriores de gasto;
- d) a condição para o crescimento da economia capitalista é que os capitalistas estejam, em seu conjunto, permanentemente em "déficit corrente" para gerar os lucros amanhã;
- e) assim, o endividamento é um fenômeno inerente à acumulação capitalista.

Para as etapas acima se concretizarem é necessário que as decisões de gasto sejam avaliadas pelo sistema bancário, o administrador da moeda e dos fundos financeiros da sociedade. Os bancos sancionam a aposta empresarial na aquisição de novos ativos (capital real) e a execução do gasto sanciona a aposta bancária.

Para examinar os efeitos patrimoniais deste processo de aumento do investimento, da renda, dos lucros e a manutenção das

condições de liquidez e do crédito, consideremos que em um determinado momento há um conjunto de empresas que está realizando o gasto de investimento e já exerceu a demanda de "finance". Este conjunto de empresas está, então, realizando um "déficit" financiado pelos bancos. Ao mesmo tempo, um outro conjunto está colhendo os resultados de suas decisões anteriores de investimento, isto é, realizam um superávit, um "surplus". É daí que servem as dívidas do crédito obtido para o financiamento dos ativos que formaram no passado, e acumulam fundos de que se nutre o sistema bancário como intermediário financeiro para mobilizar recursos.

O prosseguimento do processo de aumento do investimento e do endividamento permite, portanto, servir a dívida passada. Isto significa que a economia deve gerar dívida no presente para que a dívida passada possa ser honrada. Nesse sentido, o investimento gera um rastro de dívidas.

Até aqui estivemos analisando as repercussões correntes e patrimoniais da elevação dos investimentos. Explicitemos agora as consequências do percurso inverso, no qual aparecerão muitas questões que mereceram nossa atenção.

A redução do investimento pode significar para algumas empresas a redução de seu próprio endividamento, mas do ponto de vista macroeconômico isto leva necessariamente ao seu aumento porque retira das empresas em seu conjunto a capacidade de servir a dívida passada.

Ou seja, se cada unidade quer diminuir seu déficit corrente, o resultado poderá ser um agravamento da situação patrimonial ao nível macro, bem como da capacidade de servir os compromissos correntes, se há rigidez dos custos financeiros da dívida contratada no passado. Cabe assinalar a exceção à conclusão acima: em condições de inflação, acompanhada de não indexação de dívida e compromissos financeiros. A valorização do capital real e a rigidez nominal das dívidas e compromissos não indexados, concorreriam para elevar o patrimônio líquido e diluir os custos da dívida. Em uma hipótese inversa, como a de Fisher, a deflação elevaria o grau de endividamento e o valor dos encargos financeiros. Já a inflação, acompanhada de indexação generalizada dos valores das dívidas e compromissos financeiros apresenta o significado teórico de reforçar e ampliar os efeitos do "endividamento forçado" assinalado por Steindl.

O destaque que demos aos rentistas e ao comportamento de suas rendas e seu consumo corresponde às conclusões acima. Vale a pena repetir o essencial em torno a esse agente. Preservados do processo que conduz à queda da acumulação de lucros e ao simultâneo aumento do grau de endividamento das empresas, os rentistas não contrabalançam esses resultados: resistem à queda de suas rendas e o desejo de acumular riqueza subordina a decisão de consumo.(1)

(1) A propósito: assumir a propriedade do devedor, cancelando dívidas correspondentes, é uma solução ainda mais difícil de admitir na queda do investimento, do que durante um boom. Seria necessário a aceitação pelo rentista de uma mudança na composição de sua riqueza, a ponto de torná-lo exposto em plena retração. Particularmente os bancos resistiriam a uma tão radical mudança. De qualquer forma, observa Steindl, se não é interrompida a queda dos investimentos, o cancelamento de dívidas tendo como contrapartida o cancelamento de direitos correspondentes, não altera a dívida líquida global e, portanto, não estanca o processo de "endividamento forçado" no plano macroeconômico. Ver Steindl, J.(1.983), Cap. IX e XI.

O comportamento das famílias típicas assalariadas é oposto. Porém aqui a formação de "déficits" é contraditória com a queda da renda derivada do declínio do investimento. Exceto nos momentos de crescimento da renda ou de inovações financeiras que permitam a antecipação do consumo, as famílias não tem autonomia para decidir o gasto e compensar a queda do investimento. Em suma, o gasto derivado dos salários depende da disposição dos capitalistas de ampliar o volume de emprego e da massa de salários. O que se pretende ressaltar é, neste caso, o caráter eminentemente passivo do gasto dos trabalhadores.

São estas considerações que fundamentam a conclusão do capítulo anterior, segundo a qual um processo de queda do endividamento, numa conjuntura de redução do investimento, só poderá ocorrer com a intervenção de um agente externo disposto a incorrer em déficit e dívida nova.

Vejamos duas outras questões: a do risco e do ajustamento dos "portfólios".

Em cada momento podemos imaginar a existência na economia de uma estrutura de ativos resultantes das decisões passadas à qual estão se agregando os resultados das decisões presentes quanto à posse de ativos de capital e à forma de financiá-los. Estes ativos dão genericamente direitos à renda futura. Esta promessa se realizará ou não dependendo do comportamento do investimento, ao nível

macroeconômico, e das condições particulares a cada ativo e aos produtos cuja produção ele "facilita" (custos, demanda, margem de lucro, etc.), mas nada está garantido "à priori". No entanto, a posse destes ativos foi obtida mediante contratos de diversas naturezas (prazos, condições e risco), que não exigem apenas pagamentos certos e fixos, mas podem incluir pagamentos variáveis de acordo com os resultados da operação corrente dos ativos. Os contratos de dívida sempre mereceram uma atenção especial porque embora amparem o financiamento de ativos de rendimento incerto, obrigam a pagamentos certos e regulares. Isto corresponde à natureza contratual (relativa ao "capital propriedade") das dívidas e pagamentos de juros. Nesse sentido, a estabilidade das condições contratuais significa uma rigidez dos compromissos correntes, que equivale, como observou Keynes, a uma duplicação do risco empresarial ao decidir o investimento(1). Ao mesmo tempo, neste caso, uma variação da taxa de juros, ou uma mudança mais geral nas condições do crédito, afeta tão-somente o preço dos ativos e os compromissos de juros relativos ao novo endividamento. A dívida já contratada sofre por isso uma desvalorização, mas o fluxo de pagamentos dela decorrente não se altera. Nestas condições, que equivalem a contratos não indexados e que não são afetados por mudanças no mercado de crédito, a variação da taxa de juros (uma elevação, por exemplo) afeta fundamentalmente o preço de demanda dos ativos de capital; a consequência se dá sobre o estoque de ativos que agora devem descontar os rendimentos esperados durante a sua posse por uma taxa de juros maior. A natureza do capital fixo e o caráter nominal dos contratos financeiros ajudam a impedir a

(1) Keynes, J.M. (1.970), Cap.II, esp. p. 143/4.

precipitação de movimentos de liquidação generalizada e obriga ao ajustamento na margem dos portfólios de riqueza, significando isto um deslocamento para os ativos de maior liquidez. O aumento da taxa de juros que pode resultar deste deslocamento, concorre para a retração da produção de novos ativos de capital real. Os ativos já financiados, cujo valor de negociação se deteriora, têm a rentabilidade esperada também deprimida pelos efeitos dinâmicos da queda do investimento, a despeito da não-alteração dos compromissos financeiros.

Nas condições acima descritas, é a elevação do risco para credores e devedores e a maior incerteza acerca da validade dos valores da riqueza real que tende a fazer com que o conjunto da economia caminhe em direção à busca de maior liquidez, tanto em termos dos fluxos quanto dos portfólios. Em outras palavras, seria desenvolvida uma tendência em direção à paralização relativa ou queda da produção e a uma taxa de juros ainda maior, neste último caso, como reflexo da elevação do custo de se desprender da liquidez, o que agrava o declínio do investimento.

Nesta situação, os riscos aumentam de ambos os lados - credores e devedores finais. O risco destes aumenta porque as condições de cobertura dos compromissos financeiros assumidos se deteriora. O risco dos credores aumenta por causa da deterioração da qualidade dos ativos e no caso dos bancos, como intermediários, devido à sua posição simultaneamente credora e devedora e à diferença entre as taxas de aplicação (fixas) e de captação (estas revistas com maior

periodicidade). Cabe assinalar que o que a indexação nesse caso faz é acentuar o risco do primeiro tipo, sem reduzir o do segundo.

Estamos querendo assinalar que tanto os problemas correntes - relativos sobretudo à geração de lucro, renda e emprego -, quanto patrimoniais - como o grau de endividamento e o risco das posições ativas e passivas - tem origem no caso que temos analisado, nas variações dos fluxos, particularmente no investimento. Embora estas flutuações possam desencadear movimentos de ajuste dos portfólios, dando um caráter cumulativo do declínio da acumulação produtiva (esta podendo ser explicada por algum critério dinâmico de "ajuste de capital" conjugado com fatores como grau de endividamento e de utilização de capacidade, ou mesmo como em Keynes, por um colapso da eficiência marginal do capital) ainda admitem a operação de mecanismos endógenos de recuperação ou sensibilidade à atuação das políticas compensatórias. Estas destinam-se a defender os fluxos de produção, os preços dos ativos e a validade das dívidas, sustentando a liquidez e o lucro em algo como se assistiu durante o ajustamento recessivo brasileiro. Em outras palavras, visam preservar as condições patrimoniais e de risco, inclusive tornando possível os movimentos de portfólio, na direção de uma maior liquidez, para que um reerguimento da eficiência marginal do capital reponha as condições para o crescimento dos lucros a partir da elevação do gasto empresarial, para a valorização dos ativos e para a formação de novo endividamento.(1)

(1) Estes seriam os antídotos para uma crise à la "Fisher de "debt deflation", onde o colapso dos preços dos ativos e a liquidação das dívidas se traduzem em drástica redução de liquidez, a despeito do movimento dos portfólios na direção de uma maior liquidez, e em escalada do risco global do sistema apesar das tentativas de minimizar o risco individual da parte dos bancos e do público. Ver Fisher, I (1.933). Sobre o "efeito Fisher", consultar, Tobin, J. (1.987), Cap.1.

Ocorrendo isto, o Estado poderia refluir a sua ação, reequilibrar sua conta corrente e reduzir o seu endividamento. Até aqui estamos no mundo das flutuações ou, no máximo, da instabilidade da produção, da renda e do emprego nas economias capitalistas.

X: 10

2.2 - Crise Privada, Crise do Estado, Crise Monetária

Keynes definiu da seguinte maneira a riqueza em uma economia empresarial capitalista.

"Há uma multidão de ativos reais no mundo, os quais constituem a nossa riqueza de capital: construções, estoques de mercadorias, bens em processo de produção e de transporte e assim por diante. Os proprietários nominais destes ativos, no entanto, têm, não infrequentemente, tomado dinheiro emprestado para entrarem na posse deles. Em contrapartida, os verdadeiros possuidores da riqueza detêm direitos, não sobre os ativos reais, mas sobre o dinheiro. Uma considerável parte deste financiamento tem lugar através do sistema bancário, que interpõe sua garantia ampla entre os depositantes que emprestam o dinheiro e os tomadores de dinheiro que buscam estes fundos para financiar a compra de ativos reais. A interposição deste véu monetário entre o ativo real e o possuidor da riqueza é a marca registrada do mundo moderno". (1)

São várias as questões importantes suscitadas pelo autor. A primeira, diz respeito à riqueza em sua dimensão produtiva, a dimensão relevante para o conjunto da sociedade porque é a única capaz de garantir a sua reprodução e sobrevivência. Essa riqueza possui ainda uma outra dimensão numa economia empresarial capitalista. Ela é

(1) Keynes, J.M. (1984), p.151

necessariamente propriedade de alguém. A riqueza real deve ter uma "eficiência" em função de si mesma, que, por seu turno, corresponde à capacidade de reproduzir o seu próprio valor e ainda gerar um excedente. A capacidade de um ativo de reproduzir-se nos termos acima foi chamada por Keynes de eficácia marginal do capital. A riqueza, enquanto propriedade de alguém, só pode ser avaliada enquanto capacidade aquisitiva, ou seja, como um poder sobre os demais possuidores de riqueza, ou como "riqueza geral". Neste sentido, a sua medição só pode ser feita em termos monetários ou melhor, em termos da taxa monetária de juros, ou ainda, do "preço" de se desprender agora do "poder geral" (dinheiro), para reavê-lo em data futura.

O que está em jogo aqui são os critérios de avaliação do estoque da riqueza real, em suas dimensões indissociáveis, a produtiva e a capitalista. Neste sentido, é possível imaginar numa perspectiva keynesiana, alterações na taxa de juros e na eficácia marginal do capital, sem que isto tenha origem nas flutuações antes discutidas no fluxo corrente de investimento.(1) A eficiência - medida da rentabilidade esperada - é do capital, ou seja, do estoque de ativos instrumentais enquanto riqueza. A taxa de juros é a taxa de conversão da riqueza, em suas várias formas, na riqueza líquida, e não apenas a taxa fixada nos contratos de dívidas.

A avaliação capitalista da riqueza está, portanto, submetida a tres medidas simultâneas: (2)

(1) O contraste com a teoria neoclássica é evidente, pois aí só são admitidas mudanças na taxa de juros tendo presente os fluxos de poupança e investimento.

(2) Ver Keynes, J.M. (1.970), Cap.17

- a) a rentabilidade esperada de um ativo de capital, definida a partir de sua capacidade de se reproduzir e ainda gerar um excedente, em termos de si mesmo;
- b) a avaliação em função de si mesmo deve ser reconhecida socialmente; portanto, os rendimentos prováveis devem ser descontados à taxa de juros monetária que converte o "valor" deste ativo no dinheiro;
- c) a variação esperada do poder de compra dos ativos, admitidas flutuações no valor do dinheiro.

Estes três tipos de avaliação conformam o que Keynes definiu como o preço de demanda dos ativos. Ele estava particularmente interessado nas condições em que esta complexa avaliação da riqueza capitalista favoreceria:

- a) a colocação em operação de um dado estoque de riqueza produtiva, o que vai depender da avaliação do custo de uso e do preço da oferta;
- b) a decisão de incorporar ao estoque de capital existente um novo capital real, o que tem como condição específica que o preço da demanda do ativo em questão seja superior ao seu preço de oferta, isto é, ao custo de substituição dos ativos de capital da mesma classe.

)

Ou seja, Keynes estava interessado em determinar o sistema de preços dos ativos, a valorização das várias classes de riqueza e as condições que podem proporcionar variações de fluxos de nova riqueza real, de produção corrente e de emprego.

A idéia de que Keynes supunha um baixo grau de substituição entre os ativos reais ou bônus de longo prazo e o dinheiro deve ser qualificada. No âmbito das expectativas convencionais a substituição ocorre naturalmente dentro do estoque de riqueza dos agentes, segundo o movimento dos portfólios já descrito, correspondendo à expectativa de relativa estabilidade em seus preços. Neste caso, a rentabilidade esperada pela posse das várias modalidades de riqueza pode ser igualada na margem. Keynes observa, porém, que este estado não pode ser garantido e que a acumulação privada da riqueza, a descoordenação e a anarquia das decisões podem despertar o temor no futuro, o que tenderá a provocar a concentração da preferência dos detedores de direitos sobre a riqueza em um único ativo, imaginariamente dotado da propriedade do valor absoluto, no sentido de uma capacidade aquisitiva e libertória invariável agora e no futuro. É muito importante a ressalva de Keynes de que este ativo não pode ser produzido privadamente, ainda que, em condições de crescimento estável da economia, os produtores privados tenham a impressão de estar "produzindo dinheiro" com a produção e venda de suas mercadorias particulares. Esta ilusão se desfaz quando o "mercado" se nega a transformar o "dinheiro particular" no "dinheiro social" (1).

(1) *Idea*, Cap. 17

Na situação acima a teoria do portfólio pouco auxilia. Os movimentos de "carteira", na magnitude em que seria requerido para o capital real, estão bloqueados do ponto de vista social. A reação se dá na taxa de conversão da riqueza e nos preços de demanda dos ativos. Por outro lado, os ajustes marginais de carteira, que em uma situação semelhante à que antes descrevemos, podiam ser acomodados pela contração de novos fluxos (investimentos) e pela política de gasto e dívida do Estado, podem agora não bastar para neutralizar a ameaça que recai sobre o estoque da riqueza como um todo.

Por estas razões, um rompimento do estado de confiança faz recair de uma forma absoluta sobre o dinheiro a esperança de preservação do valor da riqueza. Isto significa que os detentores de direitos sobre a riqueza são levados a supor a existência de uma medida e forma do enriquecimento que não esteja sujeita à contestação de ninguém, isto é, que seja socialmente reconhecida. Em qualquer economia em que o enriquecimento privado seja o critério da produção, a existência desta forma geral da riqueza, da renda e do produto é incontornável. A ruptura do estado de confiança, isto é, das convenções que vinham regendo um certo estado da economia, significa que os produtores privados não podem mais continuar tomando suas decisões - de produção e de investimento - sem levar em conta a incerteza radical em que estão mergulhados. Este é o estado que contrasta com o de "expectativa convencionais", no qual os agentes se comportam como se a incerteza não existisse e como se o presente constituísse a melhor avaliação do futuro, seguida convencionalmente

por todos (1). A aderência às "expectativas convencionais" constitui a própria base sobre a qual se dão os movimentos cíclicos ou a instabilidade do investimento, bem como seus desdobramentos do ponto de vista do endividamento, risco e acomodação dos portfólios. No quadro de rompimento do estado convencional de formação das expectativas, a questão que Keynes procurou levantar foi a da contradição entre o enriquecimento privado e a criação da nova riqueza para a sociedade (crescimento das inversões em capital real). Procurou demonstrar que a forma assumida pela crise tende a levar ao limite o impulso de enriquecimento privado, ao ponto de torná-lo anti-social devido à paralisia que impõe ao investimento, à renda e ao emprego.

(1) Sobre esse ponto e o significado de expectativas convencionais, ver o capítulo 12 da "Teoria Geral". Keynes, J.M. (1.970).

2.2.1 - Crise Privada e Crise do Estado

Não se trata, na crise, que os movimentos correntes da acumulação produtiva deprimam a acumulação interna nas empresas e agravem os problemas de endividamento e risco. Mas sim que a avaliação da riqueza (as expectativas de longo prazo) e a incerteza radical (não apenas o risco) paralizam e negam os novos fluxos de investimento.

Para Keynes, a desconfiança na eficácia da política monetária acompanha as razões da dúvida sobre o efeito-riqueza, numa situação de ruptura das expectativas. Neste caso, as políticas do Estado de geração do déficit e manejo da dívida pública - enquanto formas de sustentação do lucro corrente e proteção dos portfólios privados - podem se deparar com um estado de expectativas de longo prazo insensível aos estímulos convencionais. Então, em uma economia em crise, o desequilíbrio em conta corrente do governo e o crescimento do débito público na composição dos patrimônios privados tendem a se tornar um fenômeno permanente, se se quer que o endividamento e os riscos do setor privado diminuam, que a produção corrente não despenque e que os ativos de capital preservem seus valores escriturais. Com isso, a crise não é superada, embora se transforme de crise privada em crise financeira do Estado. Neste caso, a ruptura das expectativas ganha o componente do próprio limite da crise do Estado. Antes de qualquer desfecho para esta, o fato relevante será a percepção dos agentes de que a política fiscal, de investimento e de endividamento público possam ser insustentáveis em algum momento do

futuro. A desconfiança privada atinge a fundo a soberania estatal, comprometendo a legitimidade do Estado como gestor da moeda e da dívida pública. Diante das tensões inflacionárias acomodadas pelas políticas "estabilizadoras", o Estado poderá ser levado a tentar manter o valor da riqueza privada em capital de empréstimo através da indexação e outras formas de proteção, e a sancionar o encurtamento do horizonte temporal na fixação de prazos aceitos pelo setor privado na composição de sua riqueza. Com isso, eleva-se o prêmio de liquidez e vão se estreitando os mercados de contratos de prazos mais longos, comprometendo a própria capacidade do Estado de emitir dívida nova e de administrar o estoque de endividamento existente. Isto tende a reduzir ainda mais as possibilidades de atuação da política monetária, submetendo-se ao constrangimento de taxas de juros reais elevadas, com efeitos negativos sobre o déficit corrente.

Se a crise financeira do Estado é composta ainda pelo endividamento externo e excessivos compromissos financeiros em moeda estrangeira, em um quadro em que o sistema financeiro internacional se recusa a refinar os compromissos da dívida passada, a dúvida e a incerteza recaem também sobre a solvência externa do Estado a qual, nestas condições, passa a depender de dois fatores: a capacidade exportadora da economia, submetida aos riscos e incertezas da produção e venda para o mercado externo; da capacidade do Estado em adquirir internamente os direitos em moeda estrangeira que vão sendo gerados pelas exportações líquidas, se ele mesmo não é o exportador.

A correspondência entre o que acabamos de ver e o caso brasileiro, está em que a crise financeira do Estado atingiu nos anos 80, as duas dimensões - "interna" e "externa". Esta sobreposição de crises evidentemente concedeu ao problema geral - a ruptura das avaliações que leva à paralisia do investimento e à crise financeira do Estado - uma gravidade maior. Dois outros fenômenos também tenderam a agravá-los: a proteção da estrutura patrimonial privada durante o ajustamento, resultando em enormes custos para o Estado, e a acumulação privada de vultuosos direitos monetários sobre a riqueza, abstendo-se, no entanto de criá-la.

Não podemos concordar com a interpretação que toma a crise financeira do Estado como uma crise autônoma. Daí originaram-se concepções discutíveis, tais como a de que a superação da crise econômica brasileira confundia-se com a solução da crise do Estado (o setor privado já "teria feito sua parte"...). Julgamos corresponder a uma análise mais precisa dos impasses da economia brasileira após concluído o "ajustamento", o reconhecimento da simultaneidade e da realimentação de ambos os processos, cujos sintomas, no entanto, não são os mesmos. Desde que a economia não entrasse em recessão profunda, a "crise privada" não se revelava correntemente, mas sim na forma patrimonial de uma super-acumulação de direitos incapazes de serem exercidos se a riqueza real não se expandia. Por isso, não se traduzia em desequilíbrio e desajustes correntes, ao contrário do setor público, para quem a crise apresentava-se ao mesmo tempo como patrimonial e financeira, devido à absorção pública do "endividamento forçado" interno e externo e dos custos oriundos disto.

É preciso chamar a atenção para um outro sentido adicional em que se apresentou a paralisia do investimento privado como relativa no caso brasileiro, após concluída a fase do ajustamento. A taxa de investimento do setor preservado durante a recessão deveria elevar-se substancialmente apenas para manter os mesmos níveis anteriores da taxa global. Os investimentos em construção, em adequação marginal da capacidade produtiva, em modernização para penetração em mercados externos e mesmo casos de inversões em instalação ou ampliação respondendo ao estímulo das exportações, concorreram para evitar que a taxa de inversão privada declinasse tanto quanto declinou a inversão pública e das empresas estatais. No entanto esses fatores contrarrestantes não foram suficientes para acelerar a acumulação produtiva, o pressuposto para que o setor privado de fato assumisse o papel anteriormente destacado ao setor público e ao capital estrangeiro na dinâmica de crescimento brasileiro após o "ajustamento".

Se isto ocorresse, um fato da maior relevância, além de realmente novo, se apresentaria na economia. Aqui nos deparamos com uma razão peculiar ao caso brasileiro, que explica a ruptura das avaliações, a indeterminação das expectativas e, enfim, a relutância dos grupos privados internos em superar a incerteza radical das decisões de investir: a dependência com relação à coordenação estatal em termos do financiamento, concorrência e mercados, e ainda, quanto à precedência das decisões de investimento do setor público e do capital estrangeiro, que em certo sentido podem ser consideradas "autônomas" e "auto-realizáveis". A assimetria verificada no ajustamento entre setor

público e setor privado, o aprofundamento da crise financeira do Estado no decorrer dos anos 80, além do progressivo afastamento do capital estrangeiro, após a "crise da dívida externa", representaram o fim de uma "convenção" que servia de amparo às decisões privadas e que não foi possível restaurar ou substituir, mediante a preservação patrimonial e a garantia de sequência da acumulação interna das empresas privadas durante e após o ajustamento recessivo.

A outra convenção rompida refere-se a uma dimensão corrente. Tanto o padrão de financiamento corrente (a relação empresa-banco característica na economia brasileira) quanto a certeza do crescimento econômico, compunham uma espécie de convenção que permitia diluir riscos em uma economia cronicamente inflacionária e potencialmente instável. A aplicação da política de ajustamento, conjugada à crise da dívida, representou o primeiro lance da ruptura. A adoção dos vários planos de estabilização, na medida em que não lograram êxito, conferiram um conteúdo dramático ao problema. Uma elevadíssima instabilidade do crescimento e dos níveis e condições do crédito assume definitivamente na segunda metade dos 80, o lugar do padrão de estabilidade, tanto na relação empresa-banco, como na expectativa de desempenho corrente da economia. Queremos com isso enfatizar que uma acentuada incerteza passa a dominar mesmo as decisões de curto alcance como as de produzir, contratar trabalhadores, encomendar o fornecimento de matérias-primas e contrair dívidas de curto prazo. O significado do agravamento deste tipo de incerteza é tanto maior em transmitir instabilidade à economia como um

todo, quanto mais indeterminadas resultaram as antecipações de longo prazo após a ruptura das avaliações e convenções reguladoras das decisões de acumulação de capital real.

Em outras palavras, a economia perde padrões de referência para decisões correntes ou patrimoniais, decisões de produção ou de acumulação de novo capital, decisões de curto ou de longo prazo.

3 - O SIGNIFICADO DA CRISE MONETÁRIA E A GESTÃO DA MOEDA(1)

É necessário estabelecer as relações entre o que acabamos de ver e o significado das crises monetárias. O que se entende por crise monetária? Quais os limites impostos ao gestor da moeda em um quadro de crise monetária?

Tratar essas questões será importante ao objetivo de delinear os marcos fundamentais de uma etapa da economia brasileira em que uma recessão provocada pelo "ajuste externo" deu lugar a uma crise, que por sua vez desdobrou-se em crise monetária.

Os sistemas monetários modernos que ultrapassaram as limitações impostas pela consubstanciação das funções monetárias em uma mercadoria particular (caso do ouro ou dos sistemas monetários que prevaleceram até o início do século) são fundados exclusivamente na confiança e não em automatismos relacionados com uma imaginária escassez do metal ou com o caráter supostamente natural da mercadoria - moeda.

Nesses sistemas a moeda é administrada em primeira instância pelos bancos que tem o poder de avaliar o crédito de cada um dos centros privados de produção e de geração de renda e, com base nisso, emitir obrigações contra si próprios, ou seja, dinheiro. A

(1) Este item é uma adaptação de parte do trabalho de Belluzzo e Almeida (1.990)

criação monetária até aqui depende exclusivamente de que os bancos sacionem a aposta privada. Em segunda instância, o Estado através do Banco Central referenda ou não o crédito que os agentes julgam ter direito e que é concedido pelos bancos.

Em uma forma pura, esse sistema não permite ao Estado executar diretamente a tarefa de integrar a moeda ao circuito mercantil mas o leva a permanecer como garantidor último dos contratos mercantis privados que fixam seus termos e suas condições sob a forma monetária. Somente um instrumento dotado de reconhecimento diretamente social, garantido pelo Estado ou por um organismo que represente os interesses gerais dos estratos mercantis, e que esteja acima deles, é capaz de assegurar a validade das decisões e dos critérios de enriquecimento privado nas economias capitalistas.

Keynes expressou a condição acima de forma absolutamente clara. Em um sistema monetário baseado exclusivamente na confiança e no crédito, a moeda é aceita em suas funções - meio de circulação, padrão de preços e reserva de valor - como instrumento reconhecido socialmente. Isto significa que os agentes privados reconhecem que:

- 1) o representante geral da riqueza, a forma social do enriquecimento, não pode ser produzida diretamente pelos agentes individuais;
- 2) nenhuma decisão arbitrária é capaz de substituir o dinheiro em suas funções por qualquer outra mercadoria ou contrato particular.

"O desemprego prospera, dizia Keynes, porque os homens querem a lua" (um ativo imaginário dotado daquelas propriedades). "O único remédio consiste em persuadir o público de que lua e queijo verde são praticamente a mesma coisa e fazer funcionar uma fábrica de queijo verde (que o mesmo é dizer, um Banco Central) sob a direção do poder Público"(1). A possibilidade de produção ou substituição por qualquer centro de decisão privado introduziria uma ameaça de arbítrio na quantidade e no valor da moeda em benefício próprio, incompatível com a natureza das relações mercantis e com a acumulação privada de riqueza.

Por outro lado, a unidade do padrão monetário (mantida à medida em que a moeda legal cumpre simultaneamente suas três funções) oculta uma dualidade na gestão da moeda. Se enquanto referência de cada produtor e centro privado de decisão sua gestão tem que preservar sua forma diretamente social, esta gestão não pode se efetuar através de uma relação imediata do administrador da moeda (o Estado) com os produtores. Do contrário, introduzir-se-ia o mesmo risco do exercício arbitrário do poder de monetização que qualquer agente privado teria, caso fosse titular da prerrogativa de produzir ou de substituir o dinheiro.

A dificuldade de apreensão do significado da gestão monetária e de seus limites reside no fato de que não há um padrão que possa ser pré-estabelecido ou considerado único. A não submissão dos

(1) Keynes, J.M. [1.970], p.227

atos de gestão monetária face a interesses particulares é impossível de ser assegurado à priori. Alguns economistas advogam o "Banco Central Independente" com o propósito de garantir a função "neutra" da moeda. Mas a conclusão é, no mínimo, apressada. O que a independência do Banco Central admite é a limitação do poder e do arbítrio no exercício da administração monetária. O erro consiste em atribuir a possibilidade de não-neutralidade e de arbítrio à gestão da moeda, quando na verdade a instabilidade é da natureza das economias monetárias. O caso mais geral é representado pela teoria monetarista que julga ser possível impor normas homogêneas de gestão monetária aos centros privados de decisão, como se a estabilidade monetária fosse uma decorrência direta e exclusiva da atuação do gestor. O monetarismo toma como um princípio o que é, na realidade, um resultado sujeito a condições: os agentes privados devem acreditar que a moeda legal não pode ser produzida ou substituída em suas funções. O postulado monetarista admite que não existem fatores de perturbação monetária originários das avaliações privadas. Implicitamente supõe que uma decisão dos centros privados corresponde ao que fora antecipado, vale dizer, que as expectativas são sempre cumpridas e que não há incerteza. Desta forma, qualquer desequilíbrio monetário nasceria do descumprimento, pelo Estado, das regras de gestão.

Os sistemas monetários modernos podem ser concebidos, em uma primeira aproximação, como um sistema de crédito puro de Wicksell, onde as decisões privadas - envolvendo conjuntamente bancos e produtores - presidem a criação da moeda. Neles a função do Banco Central é a de manter uma escassez relativa do ativo líquido

compatível com a demanda de ativos com graus de liquidez e rentabilidades diferenciadas. Em outras palavras, a função do administrador é a de estabelecer um sistema de preços que simultaneamente assegure o caráter de riqueza aos ativos reais e títulos financeiros e mantenha a confiança no padrão monetário. Uma "taxa natural" de juros - entendida como índice de preferência da sociedade pelo futuro ou a taxa que equilibra poupança e investimento - era o que, segundo Wicksell, garantiria ambas as condições e deveria ser o critério a ser seguido pelas políticas monetária e bancária, de forma a evitar tendências inflacionárias ou deflacionárias, que, segundo ele, seriam cumulativas e inexoráveis em um sistema não regulado.

A objeção de Keynes quanto à "taxa natural" é que as expectativas empresariais estão em constante mutação, provocando alterações súbitas na hipotética taxa natural, ou seja, na avaliação do futuro, de forma que o sistema de preços dos ativos se moveria contínua e independentemente das políticas bancária e monetária. O caso extremo é o da "armadilha de liquidez", em que o sistema de preços torna-se insensível aos estímulos monetários(1). A contribuição de Keynes foi, assim, a de mostrar que os sistemas monetários não têm âncora natural e que a única possibilidade de que operem de forma estável é que o passado continue a se reproduzir no presente e este determine as expectativas do futuro. Há o suposto implícito de que o Banco Central não provoque instabilidade com a sua política, embora dele não se espere uma política monetária passiva: ele pode e deve

(1) Ver: Keynes, J.M. (1.970), Cap.13 e Keynes, J.M. (1.973 a).

agir dentro dos limites que lhes são dados, no sentido de contrabalançar os efeitos instabilizadores das mudanças das expectativas dos centros privados de decisão. São as dúvidas e incertezas nas avaliações privadas que atingem, nas economias monetárias, a própria confiança na moeda e no seu gestor.

Já foi salientado que a avaliação da riqueza capitalista não se limita à necessidade de reconhecimento das antecipações que colocam em uso o estoque de capital produtivo, mas envolve simultaneamente a aceitação social, isto é, a comprovação pelos resultados monetários das apostas privadas que buscam acrescentar a riqueza material da sociedade. Nestas economias, os produtores privados estão aprisionados ao futuro e só lhes resta acreditar, adivinhando o que os outros imaginam, que o futuro é a reprodução do presente. Esta convenção só pode se manter de forma precária. Quando o futuro não confirma o presente, o dinheiro que servia de mero veículo para a valorização do estoque de riqueza e liquidação dos contratos pelo valor antecipado - através da produção e da venda de mercadorias - torna-se um objeto perturbador.

As crises monetárias podem ser interpretadas sempre como crises motivadas pela ruptura da avaliação da riqueza sob um dado padrão monetário. Ou podem ainda serem vistas como decorrentes da incapacidade do Estado de impor limites à acumulação monetária privada ou de regular os critérios de avaliação de riqueza dos centros privados da decisão. Mas não há uma regra fixa ou "adequada" de gestão

que equilibre a escassez relativa dos ativos, guie o sistema de preços e conduza ao crescimento sustentado e estável, a não ser na hipótese de uma imaginária, e ainda assim mutante, "taxa natural" de juros.

Nas crises monetárias é rompida não só a unidade das funções da moeda, como também alteram-se as relações pré-existentes entre moeda ativa e moeda inativa. Nas clássicas recessões acompanhadas de deflação, a dúvida recai sobre o valor dos ativos reais (e dos bens cuja produção facilitam), razão pela qual a função de reserva de valor da moeda absorve as demais, rompendo-se, por conseguinte, o circuito no qual o dinheiro é intermediário da troca. A crise aparece diretamente como "crise monetária" ou "crise de crédito" porque a moeda bancária é rapidamente destruída. A moeda passa a representar a riqueza de forma absoluta e a demanda por saldos inativos domina os determinantes de sua posse.

Nos processos inflacionários agudos é a função de meio de circulação que absorve as demais; um outro ativo passa a servir de padrão de preços (e contratos) e de reserva de valor. A dúvida neste caso atinge diretamente a moeda enquanto padrão adequado de referência de preços, contratos e avaliação da riqueza. A "desmonetização" é a contrapartida da fuga do dinheiro, já que os agentes privados não mais vêem nele um ativo dotado da propriedade de representar um valor pela sua simples posse. No limite, a demanda de moeda inativa (os motivos precaução e especulação da tríade keynesiana) baixa a zero, o que significa a destituição do dinheiro do rol dos ativos e a incapacidade

total de gestão monetária e regulação da taxa de juros pelo Estado. Duas consequências nascem desta situação que corresponde à hiperinflação; primeiramente, a função de unidade de conta exercida pela moeda legal vai se tornando cada vez mais limitada a mercados e a um público de menor informação e baixa capacidade de passar adiante a moeda em franca desvalorização; segundo, o sistema de preços dos ativos se dissolve porque o ativo que servia às avaliações da riqueza privada desaparece. A substituição por outro ativo, como uma moeda estrangeira forte, corresponde à busca desesperada de proteção e de referência para a riqueza. Mas a instabilidade cambial é um componente essencial da crise e a posse direta do novo ativo de referência é restrita aos setores exportadores que passam a deter por isso um inusitado poder. Ou seja, o recurso a este ativo corresponde ao desdobramento da crise, não à sua solução porque não é capaz por si só de restaurar a confiança em um padrão monetário que a rigor, neste momento, não existe. Os requisitos para a reprodução da riqueza real (investimento) continuam bloqueados; o novo ativo serve, imperfeitamente, para avaliar o estoque de riqueza já constituído e para permitir um fluxo irregular de produção e troca.

No Brasil, a gestão monetária procurou tornar possível a convivência com uma grave crise, que também desdobrou-se em crise monetária. Perseguiu esse objetivo através do aperfeiçoamento da "quase-moeda" ou da "moeda indexada", resultando na dualidade do padrão monetário característico da 2ª metade dos anos 80. Na 2ª parte, deste trabalho acompanharemos o desenvolvimento da crise monetária brasileira e o papel que assumiu a gestão monetária até a drástica intervenção pela reforma monetária de 1.990.

3 - RISCO, INSTABILIDADE E REAÇÕES EMPRESARIAIS

Este item é dedicado à discussão das reações empresariais em um contexto de recessão, instabilidade e agravamento do risco empresarial. Um primeiro ponto a ser considerado é que por instabilidade não devemos considerar as etapas que configuram um ciclo econômico, ou algumas delas em particular, mas sim a variabilidade⁰, acentuada, quando não a impossibilidade de fixação de parâmetros reguladores das expectativas e dos padrões de risco. Em um quadro como esse a análise das empresas e suas reações torna-se muito dificultado porque os padrões teóricos de comportamento da firma fornecem suporte frágil. Assim, por exemplo, podemos aceitar que mesmo sob alta instabilidade, as empresas, sobretudo as grandes, mantenham planos de investimento, cuja dimensão é necessariamente de longo prazo. Esses planos podem sofrer sucessivas revisões em épocas de crise e, seguramente, isto ocorreu na economia brasileira ao longo dos anos 80, onde o "planejamento estratégico" procurou adequar-se a horizontes mais curtos de tempo. Se tomarmos, no entanto, o período de instabilidade como um todo na economia brasileira, pouco nos auxilia no entendimento da estratégia da empresa considerá-la pautada no "longo prazo", como nos planos de investimento. Isto é verdadeiro, mesmo se tomarmos as versões "mais financeiras" de teoria da firma, como a de Adrian Wood, para quem as margens de lucro planejadas, o grau de endividamento e os componentes líquido e não-operacional da estrutura ativa das empresas são determinados segundo o plano de investimento ("longo prazo") acoplado à necessidade de seu financiamento(1). As

(1) Wood, A. (1.975). Ver também para esta, bem como para outras abordagens de teoria da firma, Fossas, A.L. (1.985)

variações no curto prazo, devido a restrições de crédito ou súbitas elevações dos juros, por exemplo, seriam responsáveis por "desvios" no percurso da empresa a serem corrigidos dada a perspectiva de longo prazo. Neste caso, por mais particulares ou graves, o curto prazo e as decisões a ele associadas são consideradas transitórias e adaptativas do ponto de vista da empresa. No quadro de sucessão de acontecimentos internos e externos e de medidas de política de ajustamento que continuamente desestabilizaram as expectativas do longo dos anos 80 no Brasil, este não parece ser o melhor procedimento a ser seguido.

Há um outro aspecto teórico que também não nos parece adequado para o momento sobre o qual estamos debruçados. A questão do risco - tanto o do devedor, quanto o do credor - apresenta-se em Keynes e Kalecki (os autores que mais influenciaram o tema em sua abordagem da macroeconomia e da teoria da firma) na discussão das decisões de investir.

Keynes distingue três tipos de risco(1). O primeiro, o "risco do tomador", surge da incerteza do empresário em obter de fato o rendimento que espera do investimento. O do segundo tipo é originário do financiamento do investimento por intermédio do crédito; é o risco que o prestador corre por conta de uma possível frustração na previsão empresarial não coberta suficientemente por garantias reais. Um terceiro tipo de risco é também relativo ao prestador, por conta de uma variação no valor do padrão monetário e,

(1) Keynes, J.M. (1.970), Cap.11

consequentemente, do valor do seu crédito. Keynes descarta rapidamente o risco do terceiro tipo, argumentando que no todo ou "em sua maior parte" estaria incorporado ao preço dos bens reais duráveis. O do primeiro tipo configuraria um "custo social real", indissociável do investimento e, portanto, incortonável (podendo ser minimizado). O do segundo tipo, no entanto, representaria para o investimento "uma pura adição do seu custo", imposto para "tranquilizar quem empresta", concorrendo para desincentivá-lo.

O "risco crescente" de Kelecki(1) é mais propriamente um "risco do tomador", ou do empresário que deseja aumentar os investimentos em relação ao capital da empresa, através do crédito ou do lançamento de títulos no mercado de capitais. O risco é de que a empresa acumule perdas líquidas (correspondentes aos compromissos financeiros assumidos) no caso de frustação do rendimento do negócio. Como conclusão, Kelecki afirma que há limites de ordem financeira ao investimento da empresa. Sendo assim, a magnitude e possibilidades de crescimento da firma tem como determinante primordial o seu próprio capital (acumulado a partir dos lucros), o qual baliza, inclusive, os referidos limites de acesso e de risco junto aos mercados de crédito e de capitais.

A insatisfação com respeito a estas idéias não reside nas conclusões extraídas pelos autores, a nosso ver, plenamente justificadas. Mas no fato de que elas fazem gravitar excessivamente a

(1) Kelecki, N. (1.973). Cap.8

questão do risco e das decisões a ele submetida, em torno ao investimento, ou implicitamente ao "endividamento novo" para financiá-lo. É excessiva a ênfase dada ao investimento não porque a teoria é errônea, mas sim porque nas condições que estamos tentando retratar, e que se apresentaram no Brasil desde fins dos 70 e entrada dos 80, o risco passou a incidir sobre as condições do crédito já contratado, além de ameaçar a renovação do crédito corrente. No primeiro caso, o risco recaía sobre todos os devedores em moeda estrangeira, dadas as fortes oscilações nas taxas internacionais e as possíveis mudanças no indexador - a correção cambial. No segundo, o agravamento do risco decorria da própria maior seletividade bancária (o risco do ponto de vista do prestador) e da restrição da liquidez e do crédito em moeda nacional provocada pela política de ajustamento. A empresa poderia ter uma necessidade de renovação de crédito subitamente não atendida. No limite oposto, a empresa poderia ter sua demanda satisfeita porém em condições adversas quanto a custo e risco, se por exemplo, a necessidade de obtenção de fundos a fizesse aceitar as exigências de garantias, prazo curto e os altos juros do crédito doméstico. Ou ainda, se a conduzisse para os contratos em moeda estrangeira. Finalmente, a recessão, ou no plano das decisões "ex-ante" dos empresários, a incerteza quanto à realização das vendas, amplificavam a ressonância destes fatores de risco sobre as decisões de tomadores e prestadores. Seguramente, tudo isto concorreu para inibir as decisões de investimento e os planos de longo prazo, mas isto não é tudo. Assinalamos que as condições de risco afetavam o crédito contratado, além de sua renovação. O problema que se introduz é do risco do estoque da dívida (referido ao financiamento de um

estoque de ativos já constituído), um problema que se adiciona ao do risco em torno à contratação do novo endividamento, referido a um fluxo de novos ativos, ou seja, ao investimento.

Em suma, a desestabilização dos padrões de expectativa e de risco e esta dupla determinação imposta às decisões das empresas - as decisões em torno a fluxos (novos ativos) e as decisões em torno a manter ativos e como financiá-los - formam um marco de análise mais complexo. A nosso ver, esse marco é o que descreve mais adequadamente os problemas de estrutura financeira das empresas em um quadro como o que estamos interessados. Nestas condições, não se sustentam hipóteses como as da estabilidade do mark-up e da subordinação das variações patrimoniais às decisões estratégicas de longo prazo da empresa (1).

Do ponto de vista teórico, a abordagem de Minsky é a que mais se aproxima de nossos objetivos, embora sua análise caminhe para o extremo oposto, qual seja, o de virtualmente ignorar os determinantes "reais" derivados da concorrência e do comportamento da firma em sua estratégia de longo prazo(2). No núcleo da análise de Minsky não está o empresário e suas decisões, onde preponderariam as decisões referidas ao longo prazo e aos fluxos (crescimento, investimento e lucros planejados), mas sim o agente capitalista (empresas e bancos, sobretudo) e as decisões em torno à valorização dos ativos (riqueza). Destas decisões desdobram-se ou não os fluxos reais (novos ativos), como o investimento.

(1) Ver: Tavares, H.C. e Belluzzo, L.G.M.(1.986)

(2) Minsky, H. (1.986), esp.Cap.4, 8, 9 e 10 e Minsky, H.(1.984), especialmente cap.2, 3 e 4. Para uma discussão e aplicação das idéias de Minsky, ver Kindlberger, C.(1.978).

Esta é uma abordagem kenesiana, mas o autor avança para uma concepção inteiramente financeira da instabilidade (1). A seu ver, o "financeiro" condiciona de duas formas a valorização da riqueza e as avaliações patrimoniais: primeiro, nele são formadas as avaliações que guiam a antecipação dos rendimentos futuros dos ativos; segundo, como a formação de posições ativas pressupõe o seu financiamento, tornam-se decisivas as condições definidas no sistema bancário e mercado de capitais quanto a prazos, juros, acesso ao crédito e a recursos de novas emissões. Na raiz da instabilidade está a possível formação de sobre-avaliações patrimoniais que exponham os agentes a uma muito forte vulnerabilidade financeira decorrente de possíveis mudanças nas condições de financiamento e nas sinalizações financeiras. Não há porque separar até aqui as trajetórias de empresas, bancos ou até mesmo indivíduos. O ponto central é que são estabelecidas simultaneamente posições ativas com base em expectativas de rendimento futuro, que podem ser negadas ou alteradas, e, em correspondência, contratos relativos aos compromissos financeiros assumidos que pressupõem um fluxo de recursos efetivos (não "esperados") destinado a honrar os contratos. Como os compromissos podem ser saldados não apenas com recursos do cash-flow da empresa ou do agente, o aporte de novos recursos por sócios ou acionistas, a venda (ou aluguel) de ativos (inclusive ativos financeiros) e o refinanciamento das posições - as três formas adicionais de obtenção de fundos - devem ser consideradas nas avaliações e decisões dos agentes.

(1) Para uma discussão deste ponto relativo a Minsky, bem como para uma discussão sobre a natureza da instabilidade financeira no capitalismo contemporâneo, ver Braga, J.C. (1.992) e também Braga J.C. (1.985).

Privilegiar o eixo formado pelo agente, seus ativos, a forma de financiá-los e os compromissos financeiros associados, apresenta uma vantagem: torna possível apontar o "momento da mudança", dadas as trajetórias quanto a estruturação financeira das empresas. Se na economia têm lugar certas mudanças importantes, capazes de redefinir o valor esperado dos ativos, a expectativa de seus rendimentos ou as condições dos compromissos financeiros assumidos, então podem se sobrepor a qualquer outra determinação ou vantagem da empresa ou banco (padrão técnico, eficiência, etc.), o desequilíbrio patrimonial e o estrangulamento de natureza financeira. Se estas mudanças ocorrem de forma súbita e seus efeitos são amplos, então o desequilíbrio e o estrangulamento financeiro podem ser até fatais para a empresa. Isto dependerá do "momento" presenciado por cada agente, em termos do volume, segurança e liquidez dos seus ativos, e da composição, custo e prazos passivos. Minsky traça seus próprios tipos de estrutura financeira (1), pretendendo estabelecer uma trajetória na direção da instabilidade e da vulnerabilidade financeira, por razões, digamos, endógenas, como as que se originam no sistema financeiro. Não desejamos aplicar à economia brasileira esta abordagem que estabelece um processo instabilizador de natureza financeira, mas sim utilizá-la para analisar as mudanças da estrutura financeira das empresas no Brasil a partir do "ajustamento", quando a natureza súbita e radical de constantes mudanças em variáveis decisivas e nas políticas adotadas subordinaram qualquer ordenação de um possível processo em curso,

(1) Que seriam: a equilibrada "hedge financing", capaz de honrar seus compromissos com o rendimento corrente de sua atividade; "speculative financing" capaz de honrar seus compromissos apenas através da rolagem da dívida; "Ponzi financing", que deve aumentar a dívida para saldar os compromissos da dívida. De um outro ângulo, eis como também poderiam ser caracterizadas as estruturas financeiras de Minsky: a unidade "hedge" pode honrar compromissos financeiros sem variações patrimoniais, ao passo que as unidades "speculative" e "Ponzi" necessitam da venda de ativos ou contração de novas dívidas. Ver Minsky, H. (1.986)

inerentemente instabilizador. Quais foram os principais fatores de mudanças (no sentido indicado acima) e seus "momentos" ao longo do ajustamento brasileiro e durante a crise que se seguiu?

a) Seguidas alterações nas expectativas. A expectativa de crescimento de longo prazo teve sua base de avaliação rompida ao longo da crise. A propósito, a ruptura desta "convenção" - o crescimento como política e norma de uma economia cronicamente instável - estendeu-se para além da década de 1.980. O crescimento de curto prazo, por outro lado, viu-se constrangido pela ameaça (presente também em toda década) de recessão provocada para fins de estabilização. A rigor, desde 1.979 colocava-se a ameaça de recessão confirmada em 1.981 e 1.983 e, depois na saída do Plano Cruzado e durante o Plano Collor. A ausência do horizonte a longo prazo e esta instabilidade do crescimento, ditaram um comportamento empresarial predominante "defensivo" com relação às margens de lucro e às decisões de investimento e de endividamento.

b) Súbitas alterações nas condições de crédito. O risco apresentou-se nos financiamentos de origem interna e externa. Neste último caso, em face ao duplo efeito da elevação das taxas de juros internacionais e da possibilidade de maxidesvalorização da moeda nacional; no primeiro caso, o risco procedia de uma possível evolução da inflação e da correção monetária não acompanhadas pelos preços particulares dos devedores, e ainda, pela possível não renovação ou súbito encarecimento do crédito de curto prazo. O risco de um e do outro lado justificava-se plenamente, devido à situação das contas externas do país, ao cenário internacional adverso, à orientação da política de

ajustamento interno e, posteriormente, devido também à possibilidade de súbitas reviravoltas na política econômica, incluindo "choques" e congelamentos de preços. Estes fatores poderiam ser responsáveis por uma crise de crédito (na acepção de Minsky), tal a magnitude das mudanças possíveis nas variáveis em jogo e, em vista disso, por desequilíbrios financeiros graves. Os fatores de risco apresentaram-se em 1.979 quando da má desvalorização do cruzeiro e da elevação das taxas de juros internacionais; no período 1.981-83, a partir da elevação das taxas de juros internas e imposição de limites quantitativos ao crédito doméstico; em 1.983 quando da nova má; durante os sucessivos planos de estabilização adotados na Nova República e quando da Reforma Monetária de 1.990.

Apenas duas reações poderiam reduzir o grau de exposição das empresas ao risco representado pela crise de crédito:

a) ao nível do endividamento em moeda estrangeira, a promoção de rápido desendividamento (não apenas interrupção de novos fluxos de financiamento), pressupondo isto a geração de fundos em volume e em velocidade correspondentes à magnitude da dívida acumulada e ao caráter súbito da elevação do risco associado a esse tipo de endividamento(1). Do ponto de vista macroeconômico, o desendividamento particular somente poderia ser concretizado mediante o endividamento correspondente de outro agente da economia. Já vimos que a empresa estatal foi eleita o agente preferencial na contratação dos fluxos de

(1) Cabe aqui lembrar as palavras de Tobin: "As associações de devedores, estando debilitadas as posições de seu patrimônio líquido, dão prioridade à restauração da estrutura financeira, mais do que ao investimento real." Tobin, J.(1.987), p.22.

"dinheiro novo", e assim procedeu até o fechamento dos mercados internacionais de crédito aos países endividados provocado pela crise de 1.982. Foram assim, por critérios micro e macroeconômico, os agentes "ponzi" do ajustamento brasileiro. Outro "agente" público, o Banco Central, elevou seu passivo dolarizado, através da absorção da dívida privada, completando a estatização da dívida externa.

b) Quanto ao endividamento de origem interna, a reação capaz de neutralizar os riscos de não-renovação do crédito de curto prazo e o de súbitas alterações em seu custo, era a geração interna de liquidez. Durante décadas, a alta dependência de empréstimos bancários de curto prazo definiu como um marco fundamental a estrutura financeira das empresas brasileiras. O acesso ao crédito de curto prazo permitia uma composição do financiamento dos investimentos em que preponderavam os recursos próprios da acumulação interna e as fontes oficiais. Um requisito garantia o funcionamento deste arranjo, que na prática contornava a escassez de fontes internas de financiamento a longo prazo: a preservação pelo setor bancário de uma grande capacidade de expandir elasticamente o seu crédito. De outro lado, a estabilidade da relação empresa-bancos requeria uma inelasticidade pronunciada do crédito de curto prazo na direção contrária. Ou seja, o comportamento requerido do crédito deveria ser assimétrico com relação ao ciclo: elástico na fase de expansão e resistente à baixa durante a retração. Foi esta última a regra rompida pelo "ajustamento". É preciso sublinhar que a fixação dos limites ao crédito doméstico pela política de ajustamento significou uma redução absoluta do fundo rotativo financeiro que financiava posições de empresas, dele altamente dependentes. Em

outras palavras, quando da aplicação do "ajustamento", predominavam no país os segmentos empresariais cuja liquidez dependia dos bancos (setor "com cobertura", na designação de Hicks)(1), relativamente aos setores "auto-suficientes" (auto-abastecidos de liquidez). Por esta razão, o impacto da política de crédito do "ajustamento" foi além dos seus efeitos diretamente inibidores sobre as decisões de investir. Para as empresas, o enfrentamento da crise de crédito impunha a geração de liquidez própria suficiente para amparar o financiamento dos ativos já constituídos independentemente do financiamento bancário. Ou seja, deveria ocorrer uma conversão não gradual dos setores "com cobertura", de modo a tornarem-se "auto-suficientes".

Certamente, abriu-se um leque variado de trajetórias quando se apresentou como imperioso este ajuste das empresas. Para alguns segmentos, era impossível processar a conversão da liquidez de externa para geração interna. A recessão, a natureza da formação de preços e o risco de setores como o agrícola ou de pequenas e médias empresas limitavam seriamente a velocidade e mesmo a exequibilidade da transição. Em casos como este o impacto da restrição ao crédito certamente foi muito maior. Tanto porque ocorreu uma adicional e voluntária retração bancária motivada pela percepção do risco (o "risco do prestador"). As instituições públicas tenderam a absorver estes casos para assegurar um fundo mínimo de financiamento. O mesmo ocorreu com setores que embora pudessem desfrutar de situação mais favorável quanto a mercados, preços e acesso ao crédito, foram ainda assim amparados pelo crédito oficial por critério de "prioridade",

(1) Hicks, J. (1.987), Cap.2

casos de exportação e de setores que contaram com recursos subsidiados do BNDES para a conclusão dos seus programas de investimento.

Em outros casos, a tentativa de ajuste levou ao agravamento do problema, como o das empresas que recorreram ao segmento livre do crédito em busca do refinanciamento de suas dívidas. Aquela altura, o "mercado livre" se confundia com o crédito em moeda estrangeira sobre o qual não se aplicavam os limites de acesso do crédito interno, mas envolvia um altíssimo risco: o risco, confirmado posteriormente, de maxidesvalorizações da moeda. Houve, por fim, casos de empresas que simplesmente não resistiram e naufragaram na crise de crédito.

No outro extremo, estão as empresas que já vinham se adaptando aos sinais de crise (o crescente desequilíbrio externo e a aceleração inflacionária da segunda metade dos 70), e entraram no período do ajustamento melhor estruturadas do ponto de vista das condições de liquidez.

Em uma primeira fase, que corresponde a estas mudanças nas expectativas quanto ao crescimento a curto e longo prazo e no crédito, predominaram, portanto, as reações empresariais defensivas, ligadas à proteção da liquidez e do grau de endividamento. As mudanças nas condições do crédito e na orientação geral da economia ocorridas antes e durante o "ajustamento" equivaleram a um deslocamento da função de "risco crescente" de Kalecki (que relaciona níveis de risco

de endividamento com o capital próprio das empresas), ou a uma súbita deterioração dos padrões de risco dos pontos de vista do credor e do devedor, afetando não só as decisões de formar novas dívidas para propósitos de investimento (Keynes), como também a qualidade do endividamento contratado no passado e que financiava os ativos existentes (Minsky).

A primazia do ajuste das margens de endividamento como estratégia desejada de ajuste empresarial, justifica-se amplamente no quadro das mudanças assinaladas. Já observamos que a relação financeira estabelecida a partir dos contratos de dívida obriga a pagamentos certos, regulares e, de acordo com certas condições como as que passaram a vigorar no Brasil, até mesmo crescentes. Ao lado disso, a geração corrente de fundos pelas empresas tornava-se uma atividade a cada dia mais incerta na sequência do "ajustamento".

Em uma segunda etapa, o processo de ajuste empresarial ganharia maior complexidade, embora o período do ajuste recessivo tenha sido superado e a reestruturação passiva já pudesse ser dada como concluída. Em condições que poderíamos considerar "normais" em uma economia capitalista, a reação empresarial à crise com as características assinaladas, abriria espaço para reações ativas, resultando em estímulo à expansão dos ativos operacionais do conjunto das empresas e em crescimento da economia. Teoricamente, deveriam reagir os componentes da estrutura ativa que haviam sido comprimidos sob o impacto da recessão e da contração do crédito: a recomposição do

capital de giro e capital líquido incentivaríamos as relações com clientes e a formação de estoque; a retomada da acumulação de capital fixo, correspondente aos novos investimentos, refletindo-se nos valores do imobilizado. Em um processo como este, comandado por reações empresariais ativas, o endividamento do conjunto das empresas junto a fornecedores e bancos tenderia a subir, expressando a necessidade de financiamento dos ativos em expansão. O processo seria mais ou menos intenso e seguiria com maior ou menor rapidez, de acordo com as expectativas empresariais de curto e de longo prazo, bem como o risco e o custo atribuídos ao novo endividamento.

No Brasil, a efetivação de um processo como o descrito acima sofreu séria limitação, pois os fatores de risco, de incerteza e de instabilidade não foram removidos juntamente com o término do período recessivo de 1.981-83 e a conclusão do ajuste da estrutura das empresas. Em realidade, esses fatores se agravaram e incorporaram-se riscos e incertezas de outros tipos, como a ruptura monetária, acompanhada da ameaça de congelamentos, desindexação, ou recessão provocada por um "choque" de estabilização. Por isso, a estratégia empresarial persistiu tão defensiva quanto antes, passando a envolver reações ativas. Estas não se desenvolveram em torno aos itens assinalados. Na verdade, clientes, estoques e imobilizado, os itens que mais de perto expressam as relações mercantis e a formação de ativos operacionais das empresas, involuíram ou mantiveram-se estáveis na trajetória da empresa - líder após o fim do período do ajustamento. Reagiram os demais itens, como disponível, aplicações financeiras e "investimentos" (participações em controladoras e coligadas), ou seja,

os que comportam aplicações não-operacionais. Isto elevou as receitas não-operacionais (rendas de participações) e permitiu uma significativa diversificação das fontes de rendimentos das grandes empresas. A redução das despesas financeiras, que acompanhou os menores índices de endividamento, e uma pronunciada ampliação das margens brutas de lucro - ainda mais expressiva do que na etapa do ajustamento - compuseram decisivamente a estratégia defensiva (ou de proteção) da grande empresa nesta etapa. No capítulo a seguir teremos a oportunidade de averiguar a correspondência entre esses padrões de reações empresariais em um contexto de instabilidade e crise, com as reações concretas das grandes empresas brasileiras durante os anos 80. Essas reações se traduziram em importantes mudanças em sua estrutura patrimonial e no desempenho financeiro corrente, as quais acompanharemos ao longo de um período de mais de uma década.

CAPÍTULO III

ESTRUTURA PATRIMONIAL E DESEMPENHO FINANCEIRO DA GRANDE EMPRESA

1 - AS EMPRESAS INDUSTRIAIS DURANTE A RECESSÃO DO AJUSTAMENTO

As reações empresariais à recessão e crise dos anos 80 é o tema do presente capítulo, que se desenvolve com base em duas pesquisas sobre a reestruturação patrimonial e financeira das grandes empresas no Brasil. A primeira pesquisa, cujos resultados são apresentados a seguir, reúne dados de cerca de 5.500 empresas industriais(1). Os dados cobrem os anos de 1.978, 1.980, 1.982 e 1.983. Há a lacuna do ano crítico de 1.981 e os dados para 1.980 sofreram a distorção contábil causada pelas prefixações nesse ano das correções monetária e cambial(2). Dispomos, no entanto, de três outros "momentos" muito importantes para refletir o andamento da situação empresarial durante a recessão do ajustamento. Os dados para 1.978 dão indicações do período pré-recessão. O ano de 1.982 fornece evidências do impacto da primeira rodada da política de ajustamento, entre 1.981/1.982. Os dados para 1.983 registraram as consequências da maior retração industrial ocorrida no país até aquela data. Os dados para 1.980 nos permitirão avaliar o "subsídio preventivo" à crise que a política econômica concedeu às empresas. Todos os dados são apresentados segundo a participação estrangeira no capital das empresas .(Ver Tabela 1 e 2).

(1) A Receita Federal conserva esses dados em um cadastro especial (CADEC - Cadastro Especial de Contribuintes). Para detalhes sobre os dados e a metodologia da pesquisa, consultar o Anexo a este capítulo. Cabe observar que a pesquisa apresentada a seguir inspirou-se no estudo de Calabi e outros (1.982) e contou com o apoio financeiro do IPEA, ver o relatório de pesquisa de autoria de Ortega, J.A. e Almeida, J.S.G. (1.988 a) e ainda o trabalho de Almeida, J.S.G. (1.988 b).

(2) A contabilidade das empresas no Brasil é indexada, ou por índices fixados em lei (permanente e patrimônio líquido), ou pela indexação das dívidas e posições financeiras, ou ainda por uma indexação própria à empresa de itens do balanço, como estoques de produtos acabados e matérias-primas. As possibilidades de que os índices oficiais de correção não acompanhem a inflação média, de que esta não reflita a inflação particular que afeta as contas de cada empresa e, enfim, de que uma série de artifícios sejam utilizados pelas empresas quando a inflação é alta, distorcem os dados contábeis. Cabe advertir, no entanto, que as distorções seriam maiores, caso não houvesse indexação.

Com os dados disponíveis, portanto, será possível, analisar o impacto do ajustamento recessivo sobre um amplo conjunto de empresas industriais, o que faremos no item 1. O capítulo se completará com o acompanhamento de uma seleção de empresas líderes da economia brasileira para um período de tempo mais longo (1.978-1.989) e abrangendo também as empresas não-industriais (item 2).

1.1 - AS PREFIXAÇÕES, O ENDIVIDAMENTO E A ACUMULAÇÃO DE ESTOQUES EM 1.980

O relacionamento das empresas com o sistema de financiamento na entrada dos 80, apoiava-se em alguns traços que convém salientar. Mediante quatro vias principais as empresas tinham acesso aos recursos de empréstimo. Em um deles, se estabelecia uma relação direta com os bancos internacionais (Lei 4.131), valendo as condições de prazos e juros vigentes nos mercados internacionais; o encargo de correção cambial corria por conta do tomador doméstico. Este canal decisivo para o financiamento da acumulação de capital no país nos anos 70, foi subitamente interrompido após a crise de 1.982, abrindo uma enorme lacuna no financiamento de longo prazo da economia.

Um segundo canal igualmente relacionava as empresas aos mercados de crédito internacionais através do sistema bancário interno (Res.63). Os repasses dos recursos captados pelos bancos no exterior tinham prazos menores (6 a 24 meses) e correção cambial. Constituíam uma das raras fontes de financiamento de médio prazo às empresas brasileiras cujo dinamismo também se esgotou com a ruptura do financiamento externo.

As instituições públicas formavam uma terceira linha, como o BNDES para o financiamento de longo prazo às empresas industriais(1). Com financiamentos longos (6 a 12 anos), taxas de

(1) O BHN (Banco Nacional de Habitação) era a principal fonte de financiamento de Estados e Municípios para obras urbanas; o Banco do Brasil, para o investimento rural e o SFH (Sistema financeiro de Habitações, conjugando entidades públicas, como a Caixa Econômica Federal, e privadas, como as Companhias de Crédito Imobiliário), para a construção e aquisição de moradias.

juros baixas e indexação pela correção monetária, os recursos do BNDES mantiveram-se ao longo da crise como uma das únicas alternativas de financiamento a longo prazo de projetos de investimento.

Em todos os casos incidia a indexação: cambial para os dois primeiros e monetárias no caso do BNDES. O sistema bancário privado compõe uma quarta modalidade. Trata-se da linha de curto prazo (30-60-90 dias), apoiada no desconto de títulos (duplicatas) e em empréstimos em conta, predominantemente com correção monetária embutida (pré-fixada)(1).

Nas duas primeiras modalidades apresentava-se o risco de variações súbitas no indexador e nas taxas de juros; na terceira, os devedores poderiam esperar subsídios (os financiamentos do BNDES na segunda metade dos 70 contaram com subsídio de juros); sobre a quarta se deu a redução dos juros nominais da política "desenvolvimentista" de 1.980, bem como a restrição do crédito que acompanhou a "guinada" da política econômica a partir de meados daquele ano.

Traçamos este breve perfil da institucionalidade do financiamento das empresas no Brasil(2), para chegar ao seguinte ponto: as alternativas de crédito na entrada dos 80 na economia brasileira incluíam o crédito farto, monetaneamente "barato" (porém

(1) Sobre o desenvolvimento do sistema financeiro e do crédito no Brasil desde as reformas financeiras de 1.964/65, ver: Tavares, M.C. (1.975), Tavares, M.C. (1.983) e Almeida, J.S.G. (1.988 a) e Zini, A.A. (1.982).

(2) Utiliza as fontes não exigíveis, como emissão de ações e debêntures, de 1.ª linha expressão no financiamento global.

arriscado) nas fontes em moeda estrangeira; o crédito barato (como no início de 1.980) porém seletivo, nas linhas de curto prazo dos bancos(1); crédito, que torna-se-ia logo em seguida extremamente "caro" e ainda mais seletivo; crédito subsidiado na agência governamental de fomento, mas também seletivo; crédito com correção pós e pré-fixada (para todos os tipos de expectativa e níveis de "aversão ao risco"). Dada esta diversidade, torna-se difícil distinguir uma situação única resultante da política adotada em 1.980 em seus efeitos sobre o estoque da dívida das empresas e dos fluxos de novo endividamento. Entre as empresas privadas, algumas "acreditaram" no retorno à regra de paridade da indexação cambial (as minidesvalorizações) após a maxidesvalorização do cruzeiro de 1.979 e, atraídas pela evidente subestimativa da correção cambial em 1.980 (40%), juntaram-se às estatais (para as quais não apresentava-se alternativa) e formaram estoques de dívidas em moeda estrangeira. Com as desvalorizações reais que o "ajustamento" promoveria no câmbio nos anos seguintes, culminando com a nova "maxi" de 1.983, essas empresas passariam por sérias dificuldades e muitas não resistiram à crise.

Para as empresas acompanhadas pela pesquisa, os dados mostram que as prefixações levaram ao aumento do endividamento de curto prazo. Em particular, cresceram as dívidas de curto prazo junto ao sistema financeiro doméstico. Note-se que o acesso diferenciado a um crédito restringido pela "desintermediação" e, em seguida, pela ação da política econômica, determinou uma elevação modesta do

(1) As prefixações das correções determinaram uma fuga dos recursos das aplicações em títulos bancários (houve uma certa "desintermediação financeira"), restringindo a capacidade de restrição dos bancos antes mesmo da instituição dos limites quantitativos.

endividamento para as classes de empresas de menor tamanho. Quanto ao endividamento de longo prazo, onde preponderam os saldos dos financiamentos em moeda estrangeira e dos recursos do BNDES, este simplesmente desvalorizou-se no passivo das empresas. As exceções ficam por conta das empresas da classe de maior tamanho, nacionais e estrangeiras. No primeiro caso, devido à presença nesta classe de empresas estatais conduzidas para um maior endividamento (novos fluxos). O aumento do valor das dívidas se deu a despeito da desvalorização que a prefixação cambial promoveu no estoque acumulado(1). Quanto ao endividamento das maiores estrangeiras, que já era baixo em 1.978, manteve-se assim até 1.980. Os dados sugerem que o "desindividamento" (neste caso, por desvalorização real da dívida) entre as nacionais privadas foi maior. Teriam então as empresas estrangeiras relegado a um segundo plano o risco e o custo cambial de 1.979 e recorrido a algum financiamento externo, aproveitando-se da prefixação de 1.980.

Vejamos a questão dos estoques relativamente ainda ao ano de 1.980. A prefixação da correção monetária em 45% para todo o ano deprimiu os rendimentos dos títulos indexados, deslocando as perspectivas de ganhos de curto prazo para as aplicações de risco e ativos reais (ações, imóveis, mercadorias, etc.) Os preços das mercadorias, por seu turno, mostravam tendência de aceleração, resultando em mais um estímulo de caráter financeiro à formação de estoques. Por fim, a taxa de juros baixa praticada por um certo

(1) Infelizmente, os dados não permitem individualizar as empresas estatais. Mas as gigantes da indústria estão localizadas principalmente nos setores de metalurgia (as grandes siderúrgicas do Estado) e química (petrobrás e as petroquímicas estatais).

périodo do ano, induzia as empresas com maiores facilidades de acesso ao crédito a formarem recursos para financiamento de posições em bens. O crescimento dos estoques (Ver a Tabela 1 e o Quadro 1), foi muito expressivo, embora, em parte, este resultado reflita a elevação dos preços do petróleo e derivados em 1.979/80 (fator responsável pela desproporcional variação do valor dos estoques na classe de empresas de maior tamanho)(1). De resto, o aumento foi "real". A acumulação de estoques em 1.980, que parece ter sido generalizada, apresenta um interesse particular na análise de recessão do ano seguinte.

(1) Devido, sobretudo, à Petrobrás

TABELA 1
INDICADORES PATRIMONIAIS, DE LUCRO E DE MERCADO DE VENDAS DAS EMPRESAS,
POR FAIXAS DE CAPITAL ESTRANGEIRO (%)

FAIXAS DE CAP. EST.	TOTAL				ATE 25%				25% - 50%				50% - 75%				75% - 100%			
	78	80	82	83	78	80	82	83	78	80	82	83	78	80	82	83	78	80	82	83
ESTRUTURA DO ATIVO																				
Clientes/AT	19	21	19	17	18	20	17	15	20	23	23	22	22	24	23	24	25	25	24	22
Estoques/AT	16	21	16	14	14	20	16	13	15	19	16	15	17	22	17	14	22	23	18	15
imobilizado/AT	39	35	38	40	41	37	39	41	39	34	34	33	40	37	38	39	30	30	34	35
Investimento/AT	8	9	10	11	9	9	11	11	6	9	11	11	6	6	10	10	4	6	7	7
ENDIVIDAMENTO																				
Endividamento Total/PL	120	142	115	114	110	139	114	115	145	121	101	97	146	177	132	112	188	152	121	115
Endividamento Bancario/PL	61	70	59	59	59	69	60	61	76	66	44	44	79	87	70	61	63	71	56	55
Fornecedores/PT	10	11	10	11	10	11	10	11	8	9	9	10	10	13	9	10	11	14	11	11
MARGEM DE LUCRO																				
Mark-up	42	39	46	52	40	36	42	47	48	53	55	65	47	51	57	65	45	44	59	67
Margem Liquida	11	12	14	19	10	12	13	18	11	15	19	24	10	10	18	22	12	12	16	20
Margem nao-operacional	-3	-2	-3	-1	-3	-2	-3	-1	-5	-3	-1	0	-3	-6	-1	0	-2	-3	-3	-2
DESPESA FINANCEIRA																				
Despesa Financeira Liquida/ROL	-4	-4	-5	-4	-4	-4	-6	-4	-6	-5	-4	-3	-5	-7	-5	-5	-3	-4	-4	-3
Taxa Implicita de Juro	18	18	24	21	17	17	23	19	20	21	29	27	19	25	27	27	23	21	29	25
VENDAS EXTERNAS																				
Vendas Externas/TV	10	11	12	16	9	9	11	15	12	13	15	19	10	13	22	24	11	15	13	18
Vendas Externas Incentivadas/TV	7	8	9	12	7	6	7	11	10	10	12	16	8	12	19	22	10	13	11	15
TAXA DE LUCRO																				
Lucro Antes da Correcao/PL	19	25	23	25	16	23	20	22	20	29	30	33	20	23	33	34	28	31	33	33
Lucro Corrigido/PL	14	16	11	8	14	16	9	7	17	19	18	13	12	3	17	7	16	17	16	11
Lucro Liquido/PL	11	10	7	4	11	11	6	4	8	12	13	8	7	-2	12	4	11	10	10	4

TABELA 2
INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO, MARGEM E TAXA DE LUCRO DAS EMPRESAS, POR FAIXAS
DE CAPITAL ESTRANGEIRO E CLASSES DE TAMANHO (%)

FAIXAS DE CAP. EST.	TOTAL				ATE 25%				25% - 50%				50% - 75%				75% - 100%			
	78	80	82	83	78	80	82	83	78	80	82	83	78	80	82	83	78	80	82	83
ENDIVIDAMENTO TOTAL/PL																				
Classe 1	110	111	87	84	106	107	83	81	132	156	124	91	127	141	124	92	176	134	105	102
2	109	123	97	93	104	121	95	91	127	92	103	114	116	98	98	78	141	150	110	109
3	119	113	97	87	107	103	97	91	184	168	102	88	107	85	65	44	161	169	102	82
4	133	127	102	103	127	116	95	99	194	144	115	119	81	169	110	73	156	152	124	117
5	113	151	102	110	103	147	97	106	231	176	131	143	116	106	74	99	105	168	125	118
6	142	169	155	147	109	178	168	157	44	62	54	51	220	246	205	161	246	148	127	125
MARK-UP - (ROL - CPS/CPS)																				
Classe 1	47	50	52	57	45	47	48	52	59	63	73	78	53	68	70	71	76	75	81	97
2	47	52	54	55	43	49	49	50	55	66	65	82	58	58	60	89	76	72	89	88
3	46	49	53	56	42	45	48	50	46	59	72	84	73	57	67	68	60	73	77	87
4	41	45	52	61	37	39	46	53	41	53	53	60	58	62	60	84	55	57	75	86
5	48	46	49	53	42	41	44	45	50	51	47	67	49	74	56	49	62	56	64	74
6	34	28	36	44	34	23	30	39	46	44	51	52	36	41	52	64	32	33	46	52
MARGEM LIQUIDA (LONO/ROL)																				
Classe 1	8	11	10	12	7	12	9	11	7	9	12	18	6	7	19	19	8	11	15	19
2	10	13	13	16	9	13	11	15	9	16	20	23	16	18	18	19	13	14	18	19
3	10	14	14	19	11	13	13	17	6	12	18	28	21	25	32	44	10	14	20	22
4	9	14	16	20	8	13	16	19	11	17	19	22	20	12	23	22	13	15	16	21
5	14	13	17	21	13	12	16	21	11	17	16	24	14	24	25	27	15	15	20	21
6	12	10	14	21	13	10	13	21	16	17	24	29	2	4	12	17	11	10	15	18
VENDAS EXTERNAS (VE/TV)																				
Classe 1	6	6	7	9	6	5	6	8	7	9	6	11	12	17	13	12	11	8	10	12
2	7	8	9	11	7	7	8	11	6	8	7	15	9	9	9	18	8	11	11	11
3	9	10	11	14	9	10	11	14	9	8	12	17	5	8	10	10	9	12	13	17
4	12	13	14	16	11	13	14	15	21	20	15	22	16	8	13	20	9	10	12	15
5	13	12	17	21	17	13	17	22	12	30	30	28	8	5	22	17	6	7	12	15
6	10	12	13	19	8	8	11	17	11	2	4	13	8	16	30	33	14	20	15	21
TAXA DE LUCRO (LONO/PL)																				
Classe 1	14	24	13	14	13	24	12	13	12	12	24	22	18	19	22	23	11			
2	18	30	18	20	17	29	16	18	26	33	33	29	25	30	33	29	8	31	33	33
3	19	27	23	26	18	26	20	24	36	29	39	38	20	34	35	28	9	17	16	11
4	18	29	26	26	14	27	24	24	34	31	41	39	30	34	29	33	9	10	10	4
5	24	26	28	31	21	22	23	29	27	44	34	44	33	39	48	36	6			
6	19	21	23	28	16	18	22	26	4	12	29	30	29	28	32	35	14			

1.2 - O Ajuste das Margens de Lucro, do Endividamento e dos Mercados Durante o Ajuste Recessivo.

1.980 foi um ano favorável para as empresas de um modo geral. As vendas cresceram; para as grandes estrangeiras o mercado externo ampliou o faturamento; os encargos financeiros declinaram e as dívidas sofreram desvalorização. Os estoques também aumentaram: constituíram-se em atraente aplicação financeira de curto prazo e em proteção contra os momentos de incerteza e de crise que se aproximavam. Como se pode aferir na Tabela 2, em 1.978 os níveis de margens líquidas de lucro não se diferenciavam sensivelmente entre empresas de diferentes classes de tamanho. A recessão iniciada em 1.981 iria alterar radicalmente este quadro. Acompanhada dos fatores de incerteza e risco, alterações em preços e custos básicos, além de restrições no acesso ao crédito interno e externo, o ajuste recessivo abriria um leque amplo de possibilidades de trajetórias financeiras entre as empresas. Mas, se em 1.980 a política econômica não tivesse patrocinado a redução das dívidas e dos custos financeiros, o leque certamente incluiria um número muito maior de quebras e falências ou desequilíbrios empresariais de mais longa duração. De certa forma, o "leque" absorveu casos como estes, porém quase inteiramente restrito às empresas estatais. A trajetória da grande empresa privada parece retratar apenas a mudança patrimonial rápida, o ajuste das margens de lucro, a conquista da liquidez, a preservação (quando não, a elevação) da rentabilidade em pleno ajustamento recessivo, embora em graus e intensidades diferenciados.

QUADRO 1
 ENDIVIDAMENTO E ESTOQUES COM A PROPORCAO DO ATIVO TOTAL (%)
 POR FAIXAS DE CAPITAL ESTRANGEIRO - (CE)

	Financiamento de Curto Prazo		Fornecedores		(1) + (2)		Financiamento e Empréstimos de Longo Prazo		Estoques	
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	1978	1980	1978	1980	1978	1980	1978	1980	1978	1980
TOTAL										
1	12	12	12	13	24	25	12	8	17	19
2	13	14	11	13	23	27	13	9	16	22
3	13	16	10	12	23	28	13	8	17	19
4	15	16	10	11	24	27	18	11	15	19
5	13	17	8	10	22	27	13	13	17	18
6	8	15	9	10	18	25	18	20	15	22
TOTAL	12	15	10	11	21	26	15	14	16	21
C E - ATÉ 25%										
1	12	12	12	13	24	25	12	7	17	19
2	12	14	11	13	24	25	12	7	17	19
3	13	15	10	12	23	27	12	8	15	18
4	15	15	10	11	25	26	17	10	13	18
5	13	17	8	10	21	28	15	13	15	17
6	6	13	9	9	15	22	23	24	13	23
TOTAL	11	14	10	11	21	25	17	15	15	20
C E - 75% - 100%										
1	16	16	11	11	27	27	15	10	20	20
2	14	16	11	13	25	29	14	14	19	25
3	14	21	10	12	24	33	12	10	24	25
4	14	19	11	12	24	30	17	13	23	22
5	13	19	12	11	24	29	9	7	22	23
6	10	18	11	16	21	34	8	9	22	22
TOTAL	12	18	11	14	23	32	10	10	22	23

QUADRO 2
SETORES DE MAIOR VARIACAO RELATIVA DO MAR-UP ENTRE 1982-83, POR FAIXAS DE PARTICIPACAO
DE CAPITAL ESTRANGEIRO (CE)

SETORES	CE - ATE 25%					SETORES	CE - 75% - 100%				
	MARK-UP (%)			VENDAS EXTERNAS/TOTAL DE VENDAS (%)			MARK-UP (%)			VENDAS EXTERNAS/TOTAL DE VENDAS (%)	
	1982	1983	VARIACAO(%)	1982	1983		1982	1983	VARIACAO(%)	1982	1983
Quimica	28	36	29	8	11	Nat.Transp	44	63	43	19	29
Papel e Cel.	37	47	27	17	22	Fumo		87	36	31	43
Metallurgica	38	47	24	11	23	Madeira	79	107	35	34	44
Prod.Alim.	26	31	19	19	21	Quimica	66	81	23	6	10
Fumo	95	112	18	13	13	Metallurgia	64	77	20	7	16
Diversos	78	92	18	17	18	Mont.Autor	25	30	20	18	24
Prod.Farm. e Veterin.	124	148	15	3	3	Mecanica	84	100	19	16	17
Nat.El.e Com	66	74	12	3	3	Borracha	50	59	18	5	11
						Papel e Cel.	60	70	17	8	18
						Prod.Farm. e Veterin.	126	145	15	5	8
Todos os Setores	42	47	12	11	15	Todos os Setores	59	67	14	13	18

Os dados são bastante expressivos em refletir o êxito empresarial ao longo do ajustamento, assim como a profunda diferenciação de situações que resultou deste processo:

a) a queda no grau de endividamento excluiu apenas as empresas de origem nacional da classe 6, onde preponderam empresas estatais. As diferenças de trajetórias foram marcantes: as empresas da classe 1, as de menor tamanho na faixa de menor presença de capital estrangeiro, contraíram menos o grau de endividamento; nas faixas de participação de capital estrangeiro de 25% a 50%, 50% a 75% e 75% a 100%, para todas as classes de tamanho, a redução foi mais intensa. Na faixa de 75% a 100%, o endividamento chegou a alcançar 115% em 1.983 (mesmo nível da faixa de 0 a 25%) quando em 1.978 era de 188% (110% para a faixa de 0 a 25%).

A queda do endividamento justifica a relativa estabilidade das despesas financeiras líquidas (líquidas da receita de aplicações financeiras), obtida a despeito da recessão e da forte elevação das taxas de juros.

b) A flexibilidade das margens brutas de lucro foi um mecanismo decisivo de ajuste da grande empresa. A reação do mark-up cumpriu não apenas o previsível papel de compensação (ou de "defesa") do lucro em face do custo fixo unitário causado pela retração das vendas. Foi também o mecanismo possível que a grande empresa utilizou para reestabelecer os níveis de liquidez e de grau de endividamento

correspondentes aos novos padrões de risco, incerteza e custo financeiro.

Os dados do levantamento registram um violentíssimo ajuste de margens ocorrido durante a recessão. Um ajuste generalizado para todas as classes, faixas de capital e setores industriais, porém diferenciado. Por faixas de capital estrangeiro, é nítida a vantagem das empresas com participação estrangeira acima de 25% do capital. Entre 1.980 e 1.983, o mark-up⁽¹⁾ elevou-se de 53 para 65% (participação estrangeira entre 25 e 50%), de 51 para 65% (50% a 75%) e de 44 para 67% (75% a 100%). Para a faixa de 0 a 25% - ou seja, para a faixa de presença absoluta de empresas nacionais - o aumento foi de 36 para 47%. (Tabela 1).

Segundo as classes de tamanho, as maiores empresas flexibilizaram as margens em um intervalo mais amplo de variação. Para a classe 6, a mais alta, o mark-up salta de 28 para 44%; na classe mais baixa (classe 1), de 50 para 57% (Tabela 2). Por setor, os dados registraram queda da margem bruta em apenas quatro deles (perfumaria, sabões e velas, mobiliário, bebidas e editorial e gráfica).

(1) O mark-up é definido como a relação entre o excesso da receita operacional líquida sobre o custo de produtos e serviços e a receita operacional líquida. É preciso advertir que o "mark-up" mensurado desta forma é sensível às variações da taxa de inflação, devido à contabilização do "custo de produtos e serviços" pelo custo de aquisição, enquanto a receita operacional registra preços (e quantidades) presentemente praticadas. Este problema, que permaneceu insolúvel até o início dos anos 90 (quando foi introduzida a contabilização pela correção integral), dificulta enormemente a análise e constitui um exemplo dos limites de utilização dos dados contábeis tomados de uma conjuntura de instabilidade. Em geral, para minimizar os problemas mencionados, a análise a seguir procurará identificar tendências e resultados gerais que os dados sugerem, evitando apegar-se a resultados precisos.

1.3 - O Ajuste da Empresa na Primeira e na Segunda Rodada da Política Recessiva

Vejamos em dois momentos como as empresas conduziram o ajuste do grau de endividamento e das margens de lucro. Um deles corresponde à primeira rodada recessiva: 1.981/82; o segundo, a 1.983, um ano de mudanças dramáticas nos preços básicos (salários e câmbio, em particular), a partir da aplicação do programa do FMI.

a) A recessão, promovida pelo "ajustamento voluntário" em 1.981 desdobrou três tipos de relações favoráveis para a grande empresa que, beneficiando-se da política econômica praticada em 1.980, conseguira melhorar sua estrutura de endividamento e acumulara estoques.

Uma recessão leva à queda das vendas e da produção, redução do emprego, das compras a fornecedores e da demanda de empréstimos bancários. Mas a desvalorização das dívidas, o crédito bancário "barato" e a acumulação de estoques para além dos níveis "normais" durante 1.980, amplificaram estes efeitos. A empresa beneficiada pelas medidas de política econômica executadas em 1.980 obteve condições superiores para negociar o crédito junto aos bancos, ou simplesmente não renovou parte das dívidas de curto prazo, contornando a elevação das taxas de juros; pôde também negociar vantajosamente os reajustes salariais e as condições de pagamento junto a fornecedores. A capacidade de contrair o emprego e as compras de matérias-primas para além da queda da produção lhes facilitava

essas vantagens. Como consequência macroeconômica disto, operou na economia brasileira um "super-multiplicador" (à la Hicks) de efeito contrário, que aprofundou o impacto da política recessiva. De fato, o produto industrial em 1.981 declinou 10,4% (crescimento de 9,1% em 1.980) e o emprego na indústria paulista caiu 13,8%. Pelos dados da pesquisa, os estoques como proporção do ativo total passam de 21% em 1.980 para 16% em 1.982 e daí para 14% em 1.983.

Qual o significado de "condições favoráveis" na negociação do crédito bancário, do salário, das compras a fornecedores e de vendas a clientes, em uma economia com uma taxa de inflação que já superava 100%? O fato relevante é que o ganho na negociação passa a depender não apenas dos preços e valores contratados, mas também dos prazos, indexadores e das taxas de juros implícitos nas vendas e compra a prazo. A antiga máxima mercantil, "comprar barato, vender caro", é a que reaparece neste momento, conjugada a duas novidades: "comprar a prazo, vender à vista" e "comprar sem indexação e vender a preço indexado". Nenhuma avaliação é possível com os dados que dispomos, mas certamente uma destacada causa do aumento da margem bruta da grande empresa durante o ajuste recessivo encontra explicação em relações deste tipo, de natureza mercantil.

A relação bancária também comporta ganhos "não operacionais". Taxas de juros favorecidas na contratação do crédito bancário constituem uma fonte para isto, evidentemente. Mas a negociação em torno às garantias, à reciprocidade que os bancos

normalmente exigem nos empréstimos e à remuneração de aplicações dos saldos da empresa, são outras, tão ou mais importantes. Neste caso, as possíveis vantagens obtidas pelas empresas não são refletidas em margens brutas mais elevadas, mas em menores valores das despesas financeiras líquidas, pelo duplo movimento de redução das despesas brutas e acréscimo das receitas.

Em grande medida, as mudanças no grau de endividamento e nas margens brutas que os dados registram, foram obtidos já nesta primeira rodada de aplicação da política de ajustamento.

b) O programa do FMI aplicado ao Brasil em 1.983 ativou dois fatores que, aliados à persistência da recessão e dos juros altos, determinaram mudanças na estrutura financeira e nas margens brutas de lucro das empresas: a maxidesvalorização do cruzeiro e a queda do salário real.

Para a grande empresa, a segunda rodada recessiva não alterou o sentido do ajuste que vinham promovendo em sua estrutura financeira. As grandes empresas, de fato já haviam transitado para a "economia auto-suficiente" (para usarmos novamente a expressão de Hicks), rompendo a dependência com relação aos bancos através da geração própria de liquidez. Nos casos de maior êxito, passaram à condição de doadoras de liquidez ao "setor com cobertura". Este cada vez mais confundia-se com o setor público (inclusive empresas estatais), seja devido ao desequilíbrio financeiro "próprio" (os

subsídios, os incentivos e o custo da dívida estatizada) seja porque o Estado assumia como sua a necessidade de recursos para o financiamento de segmentos privados excluídos pelos bancos (devido ao "risco do prestador"). Assim, o impacto financeiro da segunda rodada do ajustamento, e, em particular, o impacto financeiro da maxidesvalorização do cruzeiro de 1.983, concentrou-se no setor público, não tendo influência expressiva na estrutura do endividamento ou no custo financeiro da grande empresa privada(1).

Em 1.983, o grau de endividamento manteve-se constante, ou prosseguiu em queda. Semelhante comportamento registraram as despesas financeiras líquidas.

Se o programa recessivo de 1.983 não reverteu o processo de "desindividamento" das empresas, por outro lado, impulsionou decididamente o ajuste das margens. Além dos fatores ligados à relações financeiras e mercantis já assinalados, as políticas de salário e câmbio definiram um novo patamar para as margens brutas. Mais do que em qualquer outro momento, o controle de preços sancionou o aumento das margens, pois a relação câmbio/salário era precisamente o alvo da política econômica, imaginando que com isso incentivava as exportações.

(1) No registro contábil brasileiro, as variações cambiais sobre o estoque da dívida (não somente o volume a ser amortizado ou pago como juros) aparece nos demonstrativos financeiros reduzindo o lucro tributável. Mas, assim como a correção monetária do balanço (se credora), esta dedução não representa pagamento ou saída efetiva de recursos no exercício. Consideremos estas contas (e mais as variações monetárias e cambiais ativas) em um único item: "efeitos inflacionários". O lucro efetivo da empresa (operacional) e não operacional - (LONO), deduzido destes "efeitos inflacionários" resulta no "lucro corrigido" (dos efeitos da inflação e das correções sobre as dívidas e o balanço). Em 1.983 os "efeitos inflacionários" reduziram muito acentuadamente a taxa de lucro efetiva (antes da correção) - 8% para o "lucro corrigido" e 25% para o "lucro antes da correção" (Tabela 1). Neste efeito contábil residiu o maior impacto da maxi sobre as contas das empresas; com isto contraiu a base de aplicação do imposto de renda das empresas e lhes permitiu reforçar a liquidez interna.

Em muitos setores, a elevação em apenas um ano no mark-up superou os aumentos acumulados desde 1.978. Na média de todas as empresas, entre 1.982 e 1.983, o mark-up passou de 46 para 52%, com crescimento mais expressivo entre as faixas de maior participação estrangeira: de 42 para 47% na primeira faixa, de 55 para 65% na segunda, 57 para 65% na terceira e de 59 para 67% na faixa de 75% a 100%.

A queda real dos salários nas condições em que se deu na época - impulsionada duplamente pela recessão e pela política salarial adotada pelo governo, em meio à forte aceleração inflacionária - incidiu generalizadamente sobre as empresas, traduzindo-se em aumento das margens. Quanto à variação cambial, os efeitos parecem ter sido mais complexos. Em alguns setores, a margem bruta declinou precisamente em 1.983, interrompendo uma trajetória de elevação(1).

No Quadro 2, os segmentos industriais foram classificados por ordem de variação relativa ao mark-up entre 1.982 e 1.983 para as faixas de menor e maior participação do capital estrangeiro (até 25% e 75% - 100%). Há uma relação que liga muito nitidamente as maiores variações com as mais altas relações vendas externas/vendas totais. A propósito, o registro de que entre 1.982 e 1.983, tenha evoluído tanto o coeficiente de mercado externo em alguns setores como mostra o Quadro 2, combina três determinantes, dentre os

(1) Casos particularmente de perfumaria, sabões e velas e produtos de matérias plásticas.

quais o acréscimo real do faturamento no mercado externo é apenas um deles(1). Os demais são: o efeito da alteração de preços relativos em cruzeiros - devido à maxi - e a própria retração das vendas internas.

Proclamou-se em torno à maxi de 1.983 a sua eficácia em promover as exportações do país. Mas, além de desequilibrar de vez as finanças públicas e alçar a inflação ao patamar de 250%, sobressai entre as suas consequências, a de ter induzido um novo e profundo ajuste das margens de lucro. A grande empresa privada após este último movimento pode dar por praticamente encerrado o processo de restauração de padrões patrimoniais compatíveis com a recessão e a crise que marcariam a economia brasileira nos 80. O leitor poderá voltar a consultar os dados da pesquisa, averiguar os resultados para 1.983 quanto à estrutura do ativo e do endividamento, níveis de margem bruta, despesa financeira, taxa de lucro, e confirmar o êxito da grande empresa industrial quanto à reestruturação patrimonial e financeira, processadas em pleno ajustamento recessivo. Poderíamos concluir com as palavras de Minsky:

"paradoxalmente, as recessões são boas para o lucro bruto após os impostos das empresas em uma economia com um "Grande Governo".(2)

(1) Para alguns setores, em particular, foi importante a retomada das vendas externas em 1.983, após queda sensível das exportações em 1.982.

Nas, as exportações industriais com a recuperação de 1.983 (121) sequer atingiram os níveis de antes da retração de 1.982 (-171).

(2) Minsky, H. (1.986), p. 93

2 - A EMPRESA LÍDER NO PERÍODO 1.978-89

2.1 - Introdução

Nos anos 80, as empresas líderes reformularam radicalmente seus padrões de desempenho corrente e de estrutura patrimonial. Isto correspondeu a várias ordens de fatores, a começar pelo rompimento entre fins dos 70 e início dos 80, de critérios até então mais ou menos estáveis de regulação das decisões de endividamento, investimento e produção. Uma onda de reações empresariais acompanhou a fase do ajuste recessivo da economia entre 1.981 e 1.983. Posteriormente, superado este período mas com a economia ainda submetida a uma acentuada instabilidade inflacionária e sob permanente ameaça de nova recessão, as reações empresariais buscaram a proteção patrimonial e a defesa dos ganhos conquistados. Após o Plano Cruzado, um outro tipo de risco incorporou-se ao risco próprio das decisões empresariais: o da deflagração de preços no momento de um congelamento. Seguiu-se a isto o agravamento da tendência de remarcações rápidas (quando não antecipadas) de preços por parte das empresas. Finalmente, a imediata aceleração inflacionária, que acompanhou a saída de cada um dos demais planos, culminando com a explosão de preços de 1.989, passou a constituir em si mesmo um fator de crescente dúvida quanto à preservação dos valores patrimoniais; uma dúvida cada vez mais generalizada entre os agentes, à medida em que consolidava-se como expectativa dominante na economia a inevitabilidade da hiperinflação.

Há uma estreita correspondência, portanto, entre a intensidade e o tipo de ajuste empresarial e as etapas percorridas pela economia brasileira nos atribulados anos 80.

Vamos retratar estes movimentos a partir de uma seleção de empresas privadas líderes na economia brasileira. Em realidade, nos apoiamos em dois levantamentos. Um primeiro, realizado em 1.986, reuniu informações para as empresas entre os anos de 1.978 e 1.985 (1). Um segundo, em 1.990, cobriu o período 1.984-1.989 (2). Entre um levantamento e outro, foi necessário adaptar a composição da amostra, de forma que os dados não são inteiramente comparáveis, embora o número total de empresas das pesquisas seja praticamente o mesmo (cerca de 225 empresas). A homogeneidade das tendências indicadas pelos dados, bem como as pequenas diferenças registradas na comparação dos resultados mais agregados das duas pesquisas, são razões que permitem tomar os dois levantamentos conjuntamente para ilustrar o período como um todo, ou seja, 1.978-89.

As pesquisas seguiram uma metodologia comum para a seleção das empresas. Como critério básico de inclusão das empresas, utilizou-se a receita operacional líquida, que deveria superar uma

(1) Ver Almeida, J.S.G. (1.984 e 1.988c) e Novais, L.F. (1.989)

(2) Ver Almeida, J.S.G. e Novais, L.F. (1.991) e também, Ferreira, C.X., Almeida, J.S.G. e Novais, L.F. (1.990)

média qualificada(1) para cada sub-setor(2). A amostra apoiou-se, portanto, em uma seleção de líderes de cada sub-setor. Os dados são apresentados segundo a propriedade de capital (nacional privada, estrangeira e estatal)(3).

Novamente é preciso chamar a atenção para as limitações dos dados contábeis, os quais sofrem a influência da inflação e da indexação imperfeita. Um período relativamente longo como o que estamos tratando está ainda sujeito a reavaliações e mudanças no regime contábil ou alterações na natureza jurídica das empresas. A inflação dos últimos anos do período - extremamente elevada e submetida a fortes oscilações - bem como as defasagem entre índices relativos aos indexadores e a inflação real resultantes da aplicação de planos de estabilização, debilitam ainda mais a qualidade dos dados. Por estas razões, a análise deverá privilegiar o significado geral dos resultados e as tendências que esses possam indicar.

(1) A média de Niehens, definida como:

$$N = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{x_i}{x_i}}{n}, \text{ onde } x \text{ é a receita operacional líquida da empresa } i.$$

(2) Segundo a classificação do Balanço Anual da Gazeta Mercantil. Para a pesquisa de 1.986, adotou-se como ano-base 1.982 e para a de 1.990, o ano-base de 1.987. A necessidade de atualização da seleção (e consequentemente mudança do ano-base) foi determinada por inevitáveis alterações na classificação entre as empresas em um período relativamente longo (12 anos, de 1.978 a 1.989). A primeira seleção pretendeu retratar a evolução da empresa-líder ao longo do ajuste recessivo; a segunda, o período de crise e instabilidade da segunda metade da década. Ver a relação de empresas selecionadas no anexo a este capítulo.

(3) Os gráficos apresentados no texto reúnem os dados das duas pesquisas (razão pela qual as curvas apresentam uma descontinuidade em 1.984, ano em que há duas informações, de uma e da outra pesquisa).

Dentre os pontos positivos da pesquisa, o primeiro deles é que possibilita reunir empresas representativas da indústria e de outros segmentos da economia. Em segundo, permite o acompanhamento de um conjunto homogêneo de empresas em todos os anos do período coberto. Terceiro, em se tratando de empresas líderes em seus setores, os resultados apurados apresentam um alto grau de generalização, no sentido de que se pode esperar comportamentos e padrões semelhantes para conjuntos mais amplos de empresas. Isto é válido, segundo nosso entendimento, para as empresas privadas (nacionais e estrangeiros); no caso das estatais, a seleção reuniu todas as empresas de maior expressão.

2.2 - O Período do Ajustamento Recessivo

O movimento inicial de ajuste das empresas privadas desenvolveu-se ao nível da estrutura de capital, pelas razões já vistas. Entre as empresas líderes, o grau de endividamento declinou sensivelmente ao longo da recessão. A relação entre dívidas totais e patrimônio líquido, de valor aproximado de 100% em 1.978/79 para as empresas privadas nacionais, caiu para 84% em 1.983, após atingir 115% em 1.980. As dívidas bancárias declinaram de uma proporção de 1 para 2 do patrimônio durante os anos de 1.978 a 1.980 para 1:3 em 1.983.

A realização do capital líquido sobreacumulado em 1.980 e a desvalorização de dívidas motivada pelas prefixações de 1.980 contribuíram decisivamente para o resultado acima. Um outro mecanismo fundamental desenvolveu-se ao nível de formação de preços, refletido no aumento das margens de lucro. Na etapa recessiva, a grande empresa exerceu plenamente o seu poder de mercado no que foi amparada pela política econômica, através de medidas como a maior liberalização dos controles de preços, as desvalorizações cambiais e a política salarial adotada durante o "ajustamento".

No ano de 1.981 as reações descritas foram suficientes apenas para que a empresa-líder neutralizasse parcialmente a tendência de elevação dos custos financeiros, impedindo assim uma maior deteriorização de sua rentabilidade. As despesas financeiras líquidas subiram de um nível como 4% da receita operacional em 1.980 para 5,6% em 1.981 (empresas privadas nacionais) e de 3% para 5,3% entre as estrangeiras(1). As margens líquidas de lucro (lucro operacional e não-operacional antes da correção do balanço e do imposto de renda) caíram em ambos os casos: de 12,3 para 9,6% (privadas nacionais) e de 4,8 para 2,5% (estrangeiras). Para as nacionais privadas, a taxa de lucro (lucro sobre patrimônio) baixou de 26,0% para 17,8 (lucro antes da correção e do imposto de renda) e de 16,7% para 11,0% (lucro após correção e imposto de renda). Para as estrangeiras, a redução foi ainda maior: de 18,1% para 8,7% no primeiro conceito e de 13,9% para 6,6% no conceito de lucro líquido.

Uma queda tão acentuada como esta não se repetiria nos anos 80, exceto em 1.986 como consequência do Plano Cruzado.

Após 1.981, as reações da empresa-líder em favor de seu próprio ajustamento foram ainda mais impressionantes. Para se ter uma idéia, em 1.983, o último ano de recessão, estava assim configurado o quadro de margem e taxa de lucro da grande empresa:

(1) Em 1.981, as despesas financeiras corresponderam a mais da metade (58%) do lucro das empresas nacionais e três vezes o lucro das estrangeiras.

-o mark-up, a margem bruta de lucro, alcançava 50% (39,3% em 1.981 e cerca de 37% na média de 1.978-80) para as empresas nacionais e 32,7% para as estrangeiras (26,8% em 1.981 e de 24 a 26% entre 1.978 e 1.980).(1)

-as despesas financeiras declinaram para 3,6% da receita líquida nas empresas nacionais, um nível inferior até mesmo aos padrões de 1.978/79.

-as margens líquidas de lucro (antes da correção e do IR) alcançaram 14,6% para as nacionais e 3,6% para a estrangeira, superando no primeiro caso os níveis correspondentes ao período pré-recessão.

-finalmente, as taxas de lucro sobre o capital próprio foram integralmente recompostas, alcançando 19,1% e 9,1% no conceito de lucro antes da correção e do IR para um grupo e outro de empresas. As taxas de lucro líquido (após o IR) alcançam 9 e 7,5% em 1.983, níveis próximos à média de 1.978 e 1.979.

Devemos concluir observando que a grande empresa privada em plena recessão manteve condições favoráveis para o seu ajuste, o que, àquela altura, significava principalmente promover a recomposição dos níveis de endividamento. Esta recomposição teve como

(1)As diferenças absolutas de mark-up entre nacionais e estrangeiros não indicam vantagem na geração de lucro, mas sim padrões relativos a setores aos quais pertencem as empresas. Cabe ressaltar o predomínio das nacionais em setores em que há maior flexibilidade (mobilidade) do capital, como em comércio e construção civil, ou em segmentos mais "leves" da indústria, como em indústria alimentar e bebidas.

pressuposto a obtenção de valores mais elevados de margens brutas de lucro (mark-up), uma das peças de engrenagem inflacionária operantes durante a recessão do ajustamento.

A preservação da rentabilidade corrente, risco do endividamento e capacidade de honrar compromissos financeiros por parte do grande capital conferiu uma característica destacada à recessão do período do ajustamento: a ausência de alterações significativas na estrutura empresarial brasileira no sentido de que:

a) a empresa (em contraposição ao grupo) manteve-se como centro predominante das decisões empresariais de acumulação e produção.

b) a recessão determinou a paralisação das operações de muitas empresas de pequeno porte e concentrou produção e vendas, afetando, principalmente, a pequena e média empresa. Em particular, as vendas externas que mereceram incentivos e a prioridade da política de ajuste, favoreceram a concentração dos mercados em benefícios da grande empresa. A concentração de capital durante o ajuste recessivo deu-se, portanto, predominantemente na forma relativa; se alcançou grau absoluto (por absorção de empresas) isto não teve significado geral e, de qualquer forma, não desdobrou-se em fortalecimento de grupos ou conglomerados de empresas.

Em resumo, a recessão do ajustamento redistribui capacidades e condições de obtenção de lucro e de desempenho financeiro entre as empresas (processo no qual sobressai a grande empresa), sem simultaneamente redistribuir as relações de propriedade e a inserção setorial do grande capital. Teria sido este um exemplo de "má distribuição do lucro"?

A expressão de Steindl(1) serviu para que o autor, descrevesse uma situação que, segundo ele, poderia acompanhar a queda da taxa de acumulação em uma economia: a proteção desigual do lucro e da acumulação interna, dependendo do conjunto empresarial favorecido, concorreria para realimentar a retração inicial. Esta seria um componente importante do processo cumulativo que conduz à recessão. Steindl pensava no favorecimento de setores oligopolizados (em contraposição aos setores competitivos), os quais, segundo ele, seriam menos propensos a reagir à posição desfrutada mediante a retomada da acumulação.

Para retratar o caso brasileiro optamos por individualizar não os setores oligopolizados, mas sim as empresas-líderes, ou as grandes empresas, que, de resto, operam em geral em mercados oligopolizados. A distribuição das condições de lucratividade e de sustentação financeira foi "má" no caso brasileiro, não só porque a empresa-líder atuou diretamente no sentido de aprofundar a recessão a partir de seu próprio ajuste, mas também

(1) Steindl, J. (1.983), Cap.9

porque este por si só (e a despeito de não ter excluído a preservação patrimonial e a manutenção da rentabilidade) não a tornou capaz de patrocinar um ciclo expansivo. Isto vale, particularmente, para o capital de origem privada nacional, que muito rapidamente processou o ajuste. Tratou-se, todavia, de um ajuste defensivo, que, como vimos, preservou e até ampliou o poder da grande empresa em seus setores e mercados particulares. No entanto, ao não conduzir a uma maior centralização do capital e diversificação empresarial, não se fez acompanhar de evolução correspondente da capacidade do capital privado em assumir os riscos de investir e retomar a acumulação de forma autônoma. Esta limitação teve consequências graves para a economia devido ao fato de que as condições externas - seja em termos do financiamento concedido pelos bancos internacionais ou do investimento produtivo da parte das empresas multinacionais - não só não eram favoráveis, mas sim contrárias à dinamização interna da economia. De outra parte, o ajuste privado ao processar-se contra o setor público - este sendo levado a absorver enormes desequilíbrios financeiros após perder as principais fontes de financiamento de seus investimentos - e contra o próprio mercado interno - este sendo restringido progressivamente, dada a corrosão dos rendimentos assalariados causada pela inflação e ausência de crescimento econômico - limitava a possibilidade de expansão a longo prazo do capital privado.

O próprio governo definiu políticas de sustentação das condições correntes e patrimoniais da grande empresa durante a recessão, acreditando que a preservação da estrutura empresarial privada bastaria para assegurar a retomada do crescimento após

concluído o ajustamento. A empresa-líder optou, no entanto, por prosseguir na estratégia defensiva ou de proteção, com os desdobramentos que veremos na sequência.

2.3 - Os anos de 1.984/85

Este é o período de maior estabilidade das relações patrimoniais e dos parâmetros de desempenho corrente da grande empresa. Nele encontramos exemplos até mesmo de momentâneo retrocesso de tendências verificadas nos anos anteriores. Por exemplo, o mark-up das empresas estrangeiras chegou declinar (de 36,4% para 34,9%). Outro exemplo: o grau de endividamento do conjunto das empresas privadas nacionais subiu levemente (de 72% para 75% - endividamento total - e de 29% para 34% - endividamento bancário). Quanto às estrangeiras, o relativo atraso no ajuste do endividamento foi em parte compensado nesses anos. O endividamento bancário atingiu em 1.985 um nível bem mais próximo ao das empresas nacionais: 42%.

Os demais índices e taxas apresentaram uma grande regularidade. A propósito, os padrões mais estáveis de mark-up, associados no plano macroeconômico aos menores níveis de déficit público e à conclusão do "ajuste" externo (geração de mega-superávits), deram suporte ao florescimento das teorias da "inércia inflacionária", bem como de teses de que a economia estava "pronta" para retomar o crescimento, restando por resolver o "problema inflacionário".

O impulso das exportações promoveu o crescimento econômico no biênio. Para a grande empresa que liderou o "boom" exportador, o "ajuste externo" representou a conclusão de um outro

ajuste particular: o "ajuste de mercados". A penetração no mercado externo através das exportações conferiu à empresa que já vinha promovendo os ajustes patrimonial e corrente, um maior grau de certeza nas suas decisões de produção e de investimento. Mantidas as condições gerais dos mercados externos, e, no plano interno, estando garantida uma certa orientação das políticas cambial e de incentivo às vendas no exterior, as exportações exerciam do ponto de vista da grande empresa um papel de estabilizador da incerteza e do risco presentes nas decisões quanto ao mercado interno.

Ao maior grau de certeza nas decisões empresariais obtido com as exportações, devemos acrescentar a maior proteção dos níveis médios globais de utilização da capacidade conferida pela possibilidade de substituição na margem entre produção para mercado interno e externo. Para o grande capital, isto permitia a compensação ao menos parcial da queda do mercado interno, uma retração induzida pelo próprio ajuste da grande empresa. Estamos chamando a atenção para o fato de que a grande empresa encontrou alternativas para trilhar caminhos diferentes daqueles que a economia em seu conjunto e grande parcela da sociedade eram obrigados a percorrer.

A acumulação de fundos pelas empresas privadas ampliou-se substancialmente no biênio devido ao maior faturamento obtido após o término do ajuste recessivo. Ao lado disto, as despesas financeiras líquidas, que na fase recessiva absorveram uma parcela significativa da receita líquida, declinaram para um valor nulo ou até negativo (significando nesse caso receita líquida).

Este último resultado precisa ser qualificado. Um certo nível de despesa financeira pode ser considerado como um custo operacional, já que em qualquer economia empresarial as relações mercantis estabelecidas pelas empresas para produzir e realizar a sua produção desdobram-se em relações de débito: créditos junto a clientes e débitos com fornecedores e instituições financeiras. As profundas mudanças nas condições de crédito de origem interna e externa induziram o desendividamento como estratégia de ajuste da empresa, razão pela qual retrocederam os valores das dívidas das empresas, em um processo cujo rapidez já foi assinalada. A queda do endividamento viabilizou economias de custo financeiro, o qual, no entanto, não poderia alcançar valor nulo, na medida em que algum endividamento, naturalmente, deveria prevalecer. A neutralização do custo do endividamento como custo operacional encontra uma outra explicação, ou seja, no lado das aplicações financeiras que não só cresceram quantitativamente, como também tornaram-se mais rentáveis, na medida em que o sistema financeiro foi progressivamente aperfeiçoando instrumentos para a aplicaçãoa juros de todo o tipo de saldos monetários. Se considermos como ativos de aplicações financeiras, o disponível e as aplicações em títulos e valores mobiliários, estes evoluíram de uma média de aproximadamente 7% do ativo global entre 1.978/80 para 12,5% em 1.985 entre as empresas nacionais, e de 7 para 11,5% no caso das estrangeiras. Como proporção do patrimônio líquido, os ativos de aplicação financeira representavam nesse último ano aproximadamente 22%, um valor alto, porém ainda inferior ao endividamento bancário, em torno a 34 e 42% do patrimônio para empresas nacionais e estrangeiras, respectivamente. Esta é uma

indicação de que as empresas líderes obtiveram condições vantajosas de remuneração de suas aplicações. Aqui se revela uma outra face do ajuste da grande empresa: ao lado de sua retirada do sistema financeiro na condição demandante de crédito, sua reentrada como aplicadora privilegiada de recursos.

Para completarmos a descrição das mudanças patrimoniais conduzidas pela grande empresa, resta fazer referência à diversificação que os dados sobre participação em empresas coligadas e controladas ("investimentos", segundo a denominação contábil) parecem sugerir. Os "investimentos" cresceram continuamente passando de 13% do ativo em 1.978/80 para 19% em 1.985, entre as nacionais, e, de 7,5% para 13,3 entre as estrangeiras. A dificuldade na interpretação desses resultados reside na precariedade das informações (restritas aos índices acima citados) e em possíveis efeitos contábeis capazes de distorcer mesmo os resultados mais agregados. De qualquer modo, um crescimento tão expressivo não parece deixar dúvidas no sentido de que de fato ocorreu uma significativa diversificação da grande empresa. Qual teria sido o direcionamento desta diversificação e quais objetivos a presidiram, são indagações que não podemos responder com precisão com os dados disponíveis, embora algumas hipóteses possam ser aventadas. A preservação do potencial de acumulação interna das grandes empresas na recessão, a ampliação deste potencial após o "ajustamento", aliados ao recuo das decisões de investimento (sobretudo no que diz respeito às inversões para ampliação ou implantação de novas unidades de produção), incentivaram os investimentos em participações em empresas já constituídas. A

diversificação processada desta maneira servia como uma alternativa a mais de salvaguarda da grande empresa contra a incerteza e os maiores níveis de risco prevalescentes na economia. Ou seja, teria por significado, mais uma vez, a busca da estabilização da rentabilidade e do risco no interior da grande empresa. Esta passa a apresentar uma maior diversificação no contexto do "grupo", além de auferir rendimentos desses "interesses" diversificados. Se o que foi dito acima está correto, o processo constitui-se em uma mudança patrimonial a mais de caráter tão "defensivo" quanto as outras, não se aproximando, assim, de diversificação "ativa", ou seja, a que objetiva dotar o grupo de uma maior capacidade de promoção de novas atividades, tecnologias e mercados, o que pressupõe a ampliação da capacidade da empresa ou grupo em patrocinar novos investimentos, e bancar (não apenas "estabilizar") maiores incertezas e riscos.

Tomemos os "investimentos" como ativos financeiros e acrescentemos os ativos em aplicações financeiras propriamente. Com isso estaremos ilustrando o conjunto de ajustes ativos promovidos pela grande empresa. Em média, entre 1.978/80, estes "ativos financeiros" representavam cerca de 20% dos ativos totais das empresas nacionais e 14% das estrangeiras; em 1.985 os valores se elevam para 32 e 25%. Relativamente aos recursos próprios (patrimônio líquido), a proporção dos "ativos financeiros" em 1.985 ultrapassaria os 50%: 55% entre as nacionais e 51% entre as estrangeiras.

O ano de 1.985 constitui, a nosso ver, um marco no ajuste patrimonial e financeiro da grande empresa, pois aí se dá a

conclusão de todos os processos desenvolvidos para este fim desde o início da recessão.

O quadro abaixo, resume os efeitos dos processos de ajuste promovidos pela grande empresa em dois momentos: o que acabamos de ver, entre 1.978/80 (representando o período pré-ajuste recessivo) e 1.985 (simbolizando a conclusão dos ajustes) e os anos de 1.985 a 1.989

**CONTRIBUIÇÃO AO LUCRO
(% DA RECEITA OPERACIONAL)**

NACIONAIS PRIVADAS			
ITENS	1985/78-80	1989/85	1989/78-80
1) Margem Bruta	+9,0	+14,0	+23,0
2) DFL	+4,8	- 1,5	+ 3,3
3) PCC	+2,4	+ 6,9	+ 9,3
4) Total	+16,2	+19,4	+35,6
5) Lucro Operacional e Não Operacional Total (LONO)	+16,0	+17,0	+33,0

Até 1.985, a fonte destacada de aumento do lucro antes da correção monetária e dos impostos residuiu no aumento do mark-up e na redução de custos financeiros e elevação de receitas financeiras que contribuíram com +9,0 e +4,8% respectivamente da receita global. No período seguinte, os aumentos da margem bruta propiciam novo expressivo ganho de rentabilidade (+14%), a contenção de despesas financeiras esgota-se como fonte de obtenção de lucros adicionais, mas os lucros contábeis de participações em controladas e coligadas (PCC) aumentam substancialmente.

Gráfico 1 - Mark - up

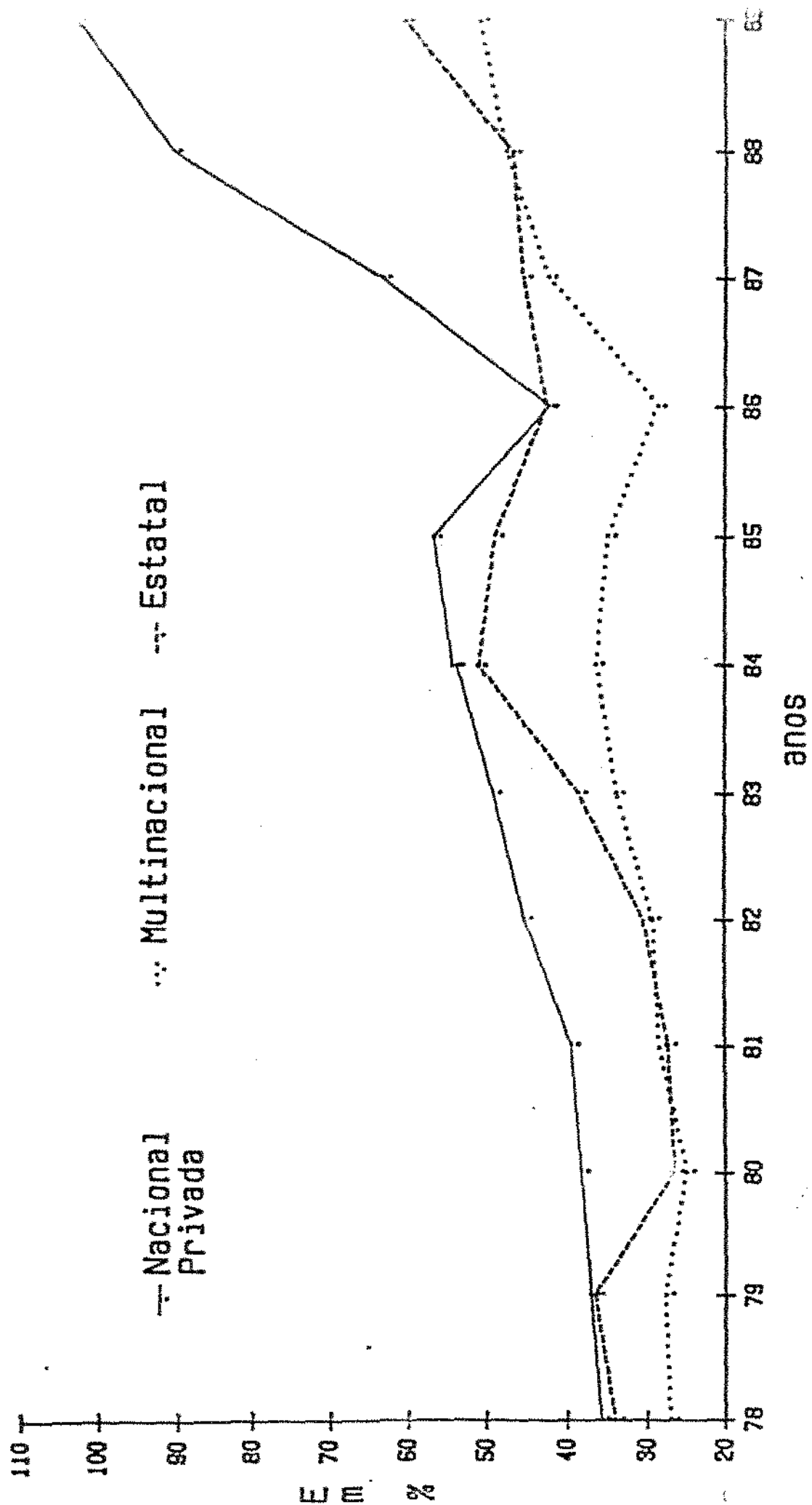


Gráfico 2 - Endividamento total

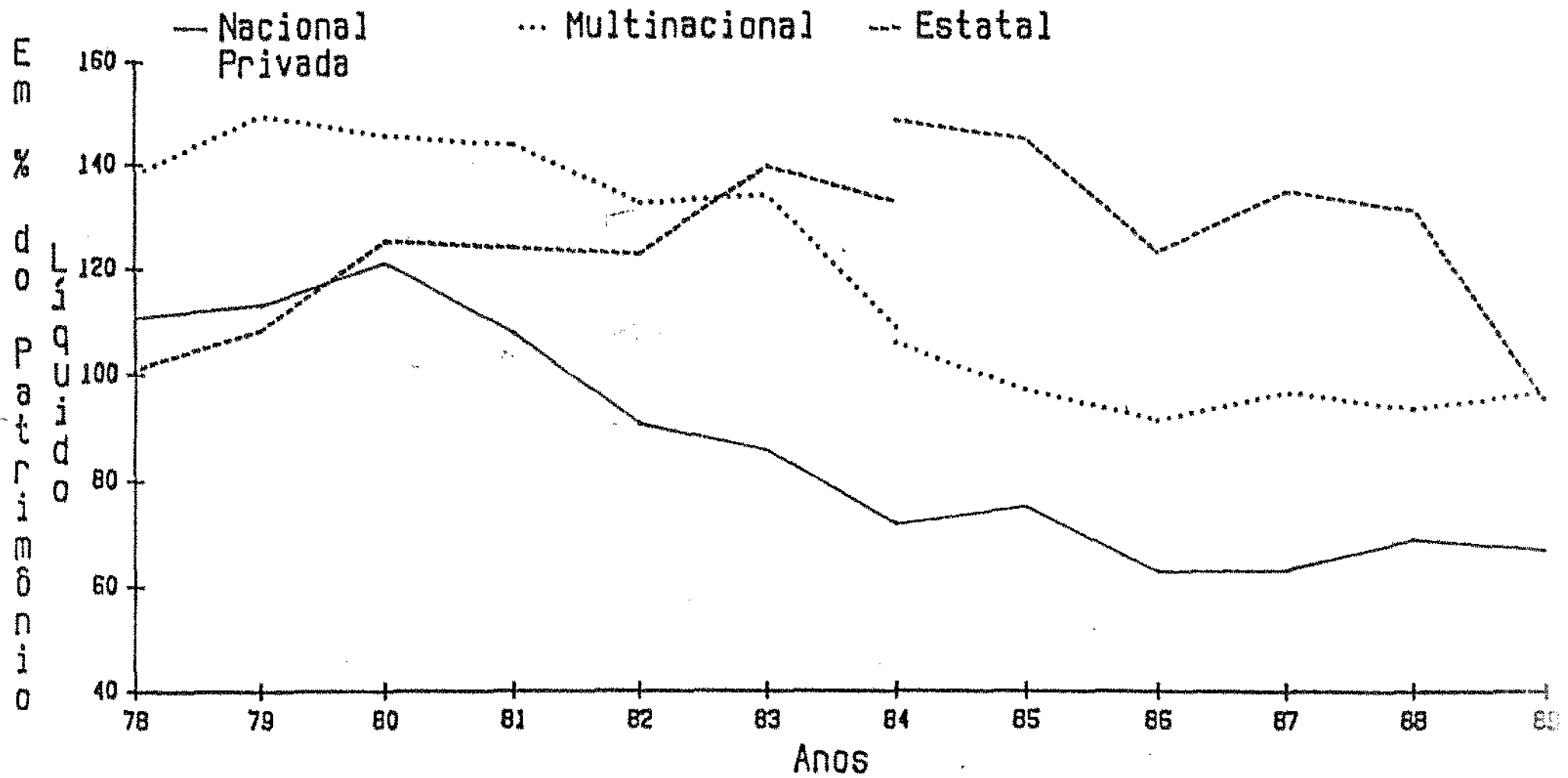


Gráfico 2.1 - Endividamento Bancário

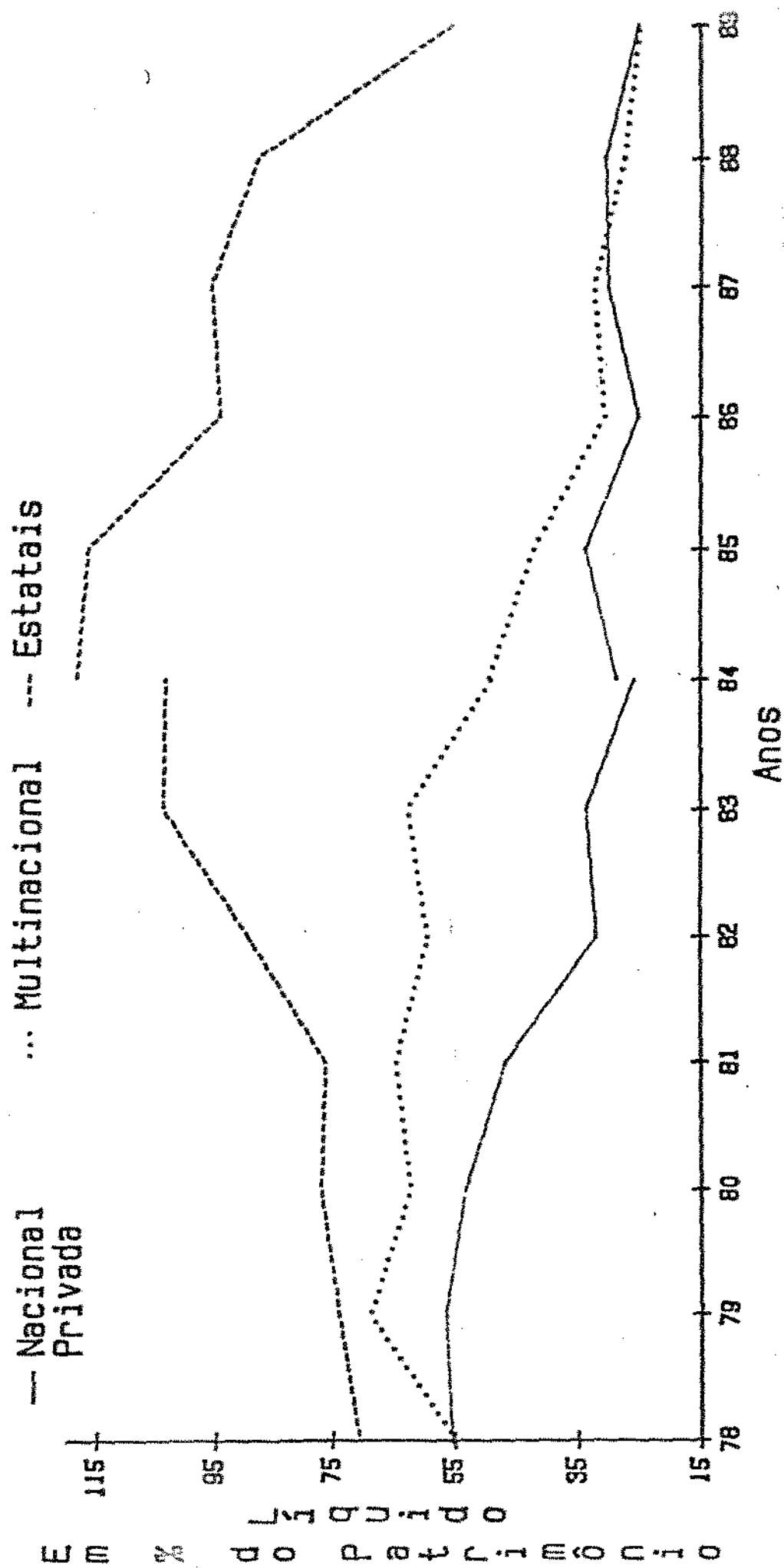


Gráfico 3 - Lucro Operacional e Não Operacional

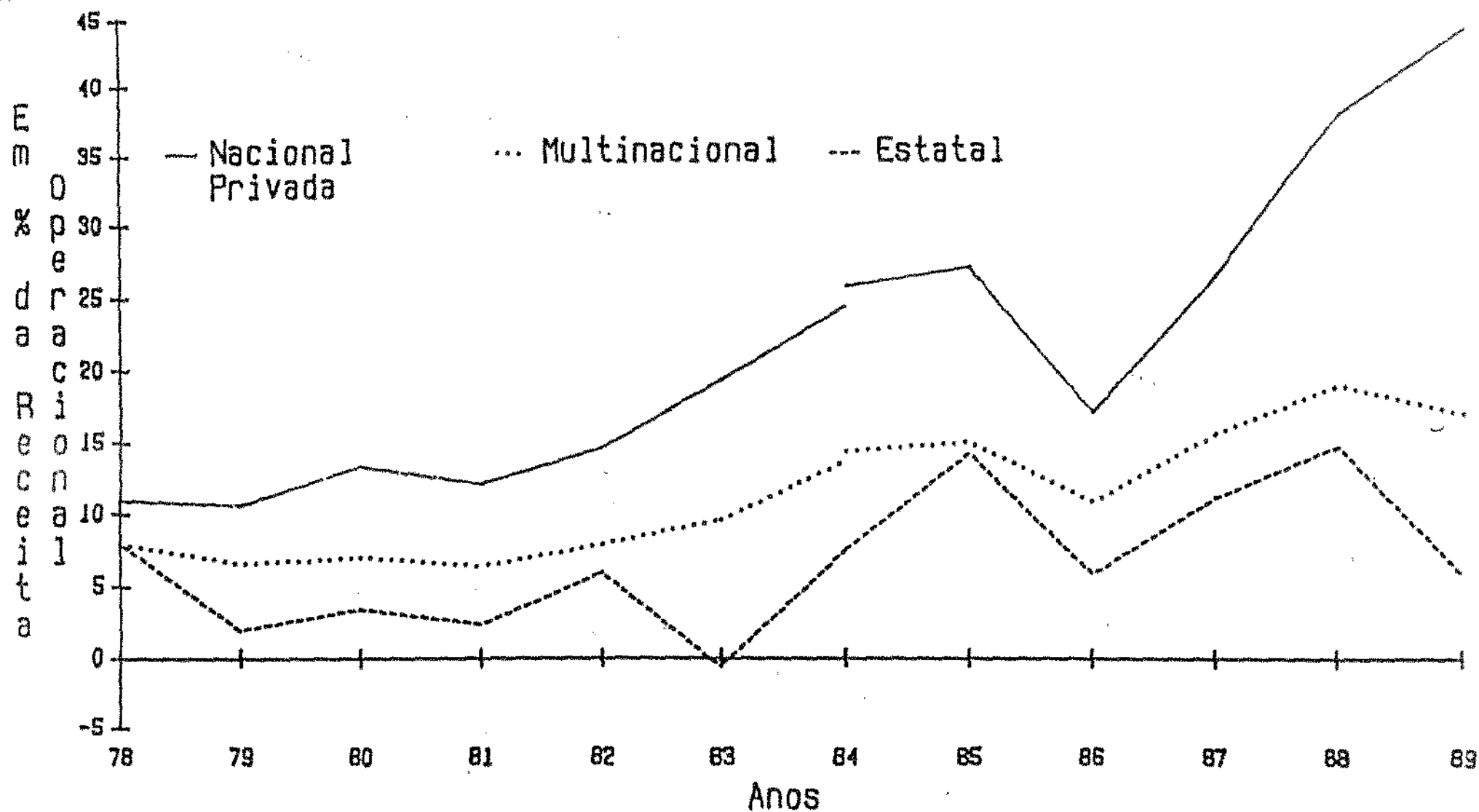


Grafico 4 - Despesa Financeira Líquida

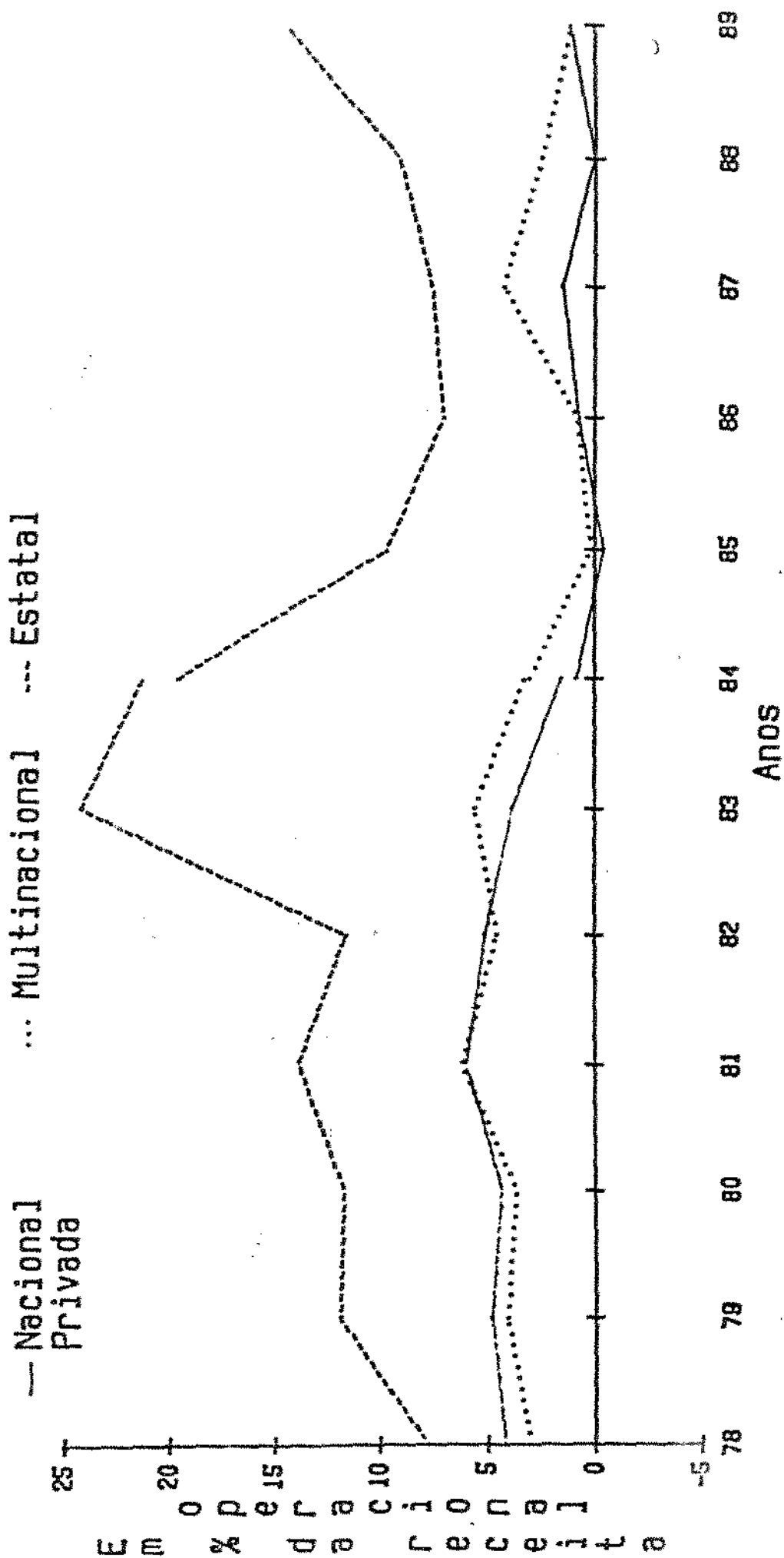
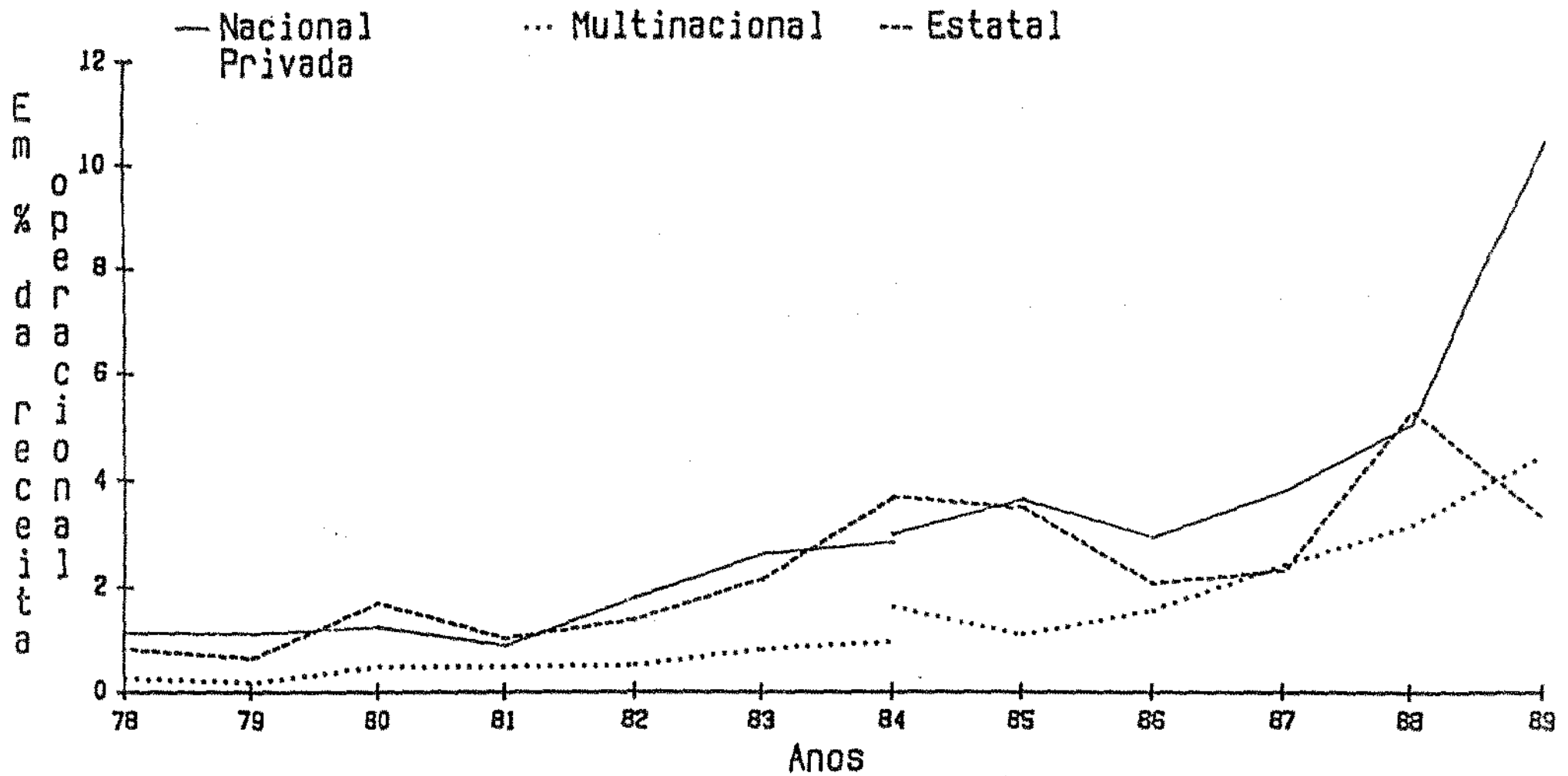
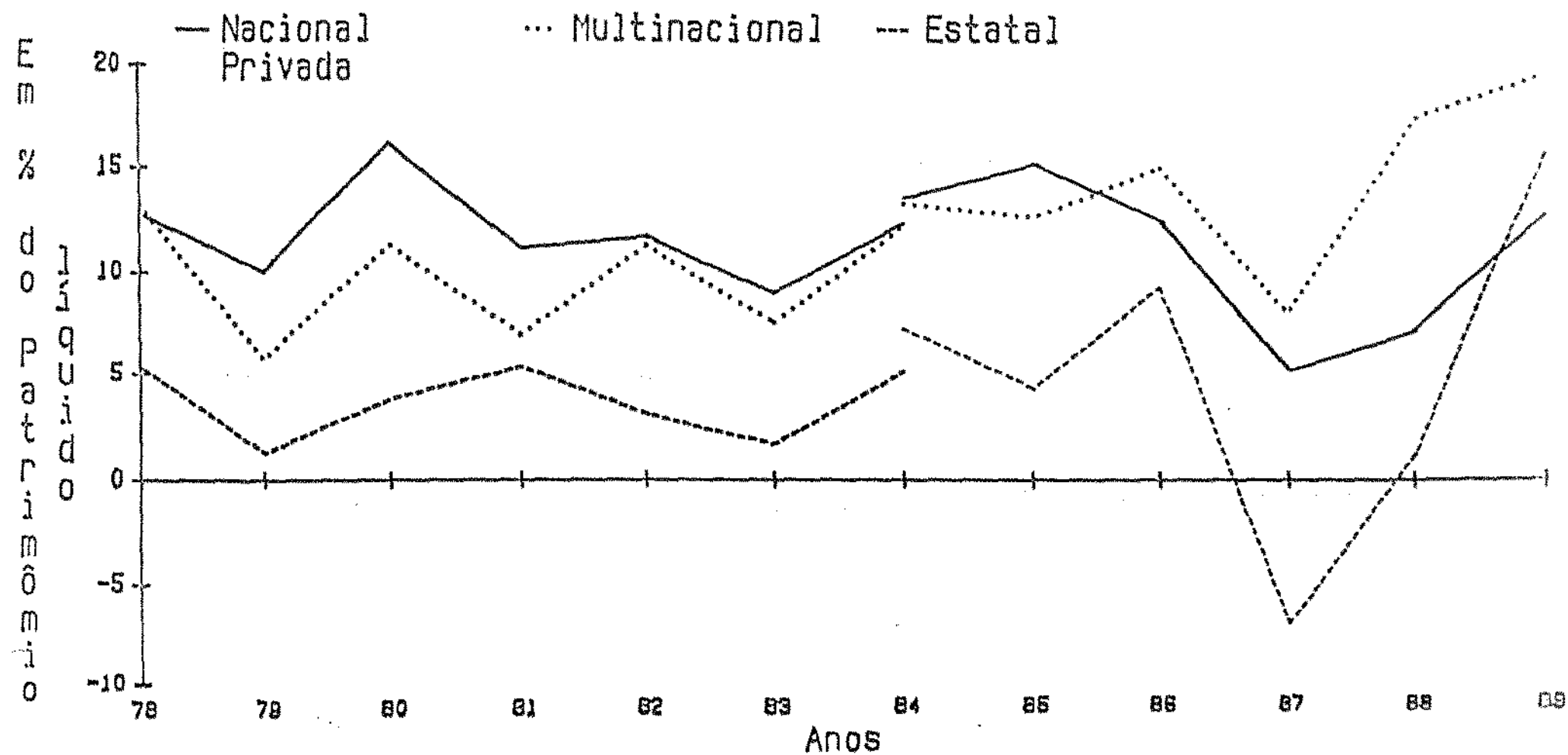


Gráfico 5 - Participação em Controlada e Coligada



Lucro Líquido do Exercício



2.4 - O Plano Cruzado e o Período de 1.987/89

Para as empresas que promoveram os ajustes acima descritos, o Plano Cruzado significou um abrupta e surpreendente paralização dos processos defensivos que desenvolveram, e cujos frutos começavam a colher. Esse ponto é importante porque é contrário ao senso comum difundido na época quanto à "neutralidade" dos efeitos do plano. Não existiu esta neutralidade em termos da distribuição da renda, ou da distribuição desejada da riqueza do público (entre riqueza real e financeira), tampouco em termos dos ativos, passivos e operações bancárias ou ainda da rentabilidade das empresas. Pelo menos em princípio, o plano representou um bloqueio arbitrário dos benefícios propiciados pelos ajustes das empresas. Evidentemente, se fosse possível assegurar à priori a durabilidade e longo alcance do plano, seriam distintas as perspectivas e as decisões adotadas pela grande empresa na sequência da estabilização promovida pelo congelamento geral de preços, salários, câmbio e indexadores financeiros. Por exemplo, se a ampliação do mercado interno oriunda da estabilidade momentânea pudesse ser projetada para o longo prazo e se fosse assegurado o equilíbrio cambial na sequência de uma recuperação econômica, as decisões de investir da grande empresa certamente ganhariam um outro significado. Assistiu-se de fato a um boom de investimentos em 1.986, amparado por uma expansão inusitada do crédito bancário. A expansão concentrou-se, todavia, em investimentos "leves" para a ampliação marginal de capacidade, liderada por pequenas e médias empresas. A reação do investimento correspondeu ao aumento da

demanda corrente, como na teoria do acelerador, mas as antecipações e expectativas de longo prazo, ainda contaminadas pela incerteza e desconfiança em termos da capacidade do governo sustentar os resultados iniciais obtidos pelo plano, conferiu um alcance limitado a esta recuperação. O compasso de espera que notabilizou a estratégia da grande empresa durante a vigência do plano, concorreu para o seu fracasso, mas do ponto de vista microeconômico esta era a conduta compatível com os ajustes empreendidos anteriormente. Ou seja, o retorno ao regime de alta inflação, correspondendo ao provável insucesso do plano, encontraria a grande empresa já plenamente adaptada à corrida de preços, câmbio e salários, bem como à instabilidade e à "ciranda" financeira.

A peculiaridade deste período de vigência do Cruzado reside no fato de nenhum outro momento da crise registrara uma estabilidade relativa de preços tão prolongada (a inflação mensal entre março e novembro nunca superou 2,5%), razão pela qual podemos associá-lo a padrões empresariais compatíveis com uma economia mais estável. Não devemos esperar modificações importantes na estrutura patrimonial porque as mudanças deste tipo levam tempo, mas é possível averiguar o que ocorreu com as contas correntes das empresas.

De imediato, o Cruzado(1) determinou dois efeitos: primeiro e o mais importante, a queda abrupta do mark-up. Segundo a reverção da perspectiva delineada desde o ano anterior de que as

(1) Para uma análise detalhada sobre as consequências do Plano Cruzado sobre as empresas, ver Belluzzo, L.G.M. e Almeida, J.S.G. (1987).

empresas viessem a obter substanciais ganhos financeiros. A empresa privada nacional obtivera em 1.985 um rendimento financeiro líquido de 0,5% das receitas operacionais, voltando em 1.986 a apresentar despesas líquidas (0,7% das receitas). As estrangeiras aumentaram suas despesas financeiras de 0,1% para 0,7%. A dramática redução das taxas nominais de juros explica a reversão em ambos os casos. Cabe assinalar que as despesas financeiras somente não alcançaram um nível ainda maior porque o endividamento bancário das empresas sofreu também uma sensível redução, como uma outra decorrência da aplicação do plano. As dívidas caíram de 34% para 25% do patrimônio líquido entre as nacionais e de 42 para 31% no caso das estrangeiras.

Quanto ao mark-up, o declínio foi violentíssimo a ponto de restaurar, praticamente os padrões correspondentes ao início da crise. Entre as nacionais privadas, a margem bruta recuou para 42% (56,7% em 1.985) e entre estrangeiras, para 28,6% (34,9% no ano anterior). Esta foi a principal causa da queda das margens líquidas e das taxas de lucratividade da grande empresa durante 1.986. A propósito, para a grande empresa a aplicação do plano não trouxe outras consequências, senão estas, o que explica a sua reação contrária e até a oposição ao Cruzado.

Devemos tratar das causas de tão acentuada variação do mark-up. Já observamos que sob inflação alta, o mark-up reflete o poder do mercado das empresas em uma dimensão mais ampla do que os preços finais são capazes de expressar, envolvendo determinantes de

natureza inteiramente comercial ou financeira, como os preços obtidos nas compras e nas vendas a prazo, a indexação mais ou menos perfeita dos preços de vendas a prazo e dos reajustes salariais, e as taxas de juros implícitas nos contratos de fornecimento. A posição no mercado habilitava a grande empresa a obter favorecimentos na negociação em torno a todos esses itens, mas essas vantagens são neutralizadas em grande medida sob baixa inflação. Assim, a própria estabilidade relativamente prolongada do Cruzado foi a causa da profunda e quase instantânea redução das margens brutas de lucro.

A ameaça de que um outro congelamento impusesse consequências semelhantes passou a ser incorporada às decisões da grande empresa após o fracasso do Cruzado. Este fenômeno se apresentou, em particular, na formação de preços.

Para a grande empresa a referência às expectativas torna-se o critério fundamental de reajustes de preços e as antecipações das tendências inflacionárias da economia constituem o principal mecanismo de defesa e proteção do capital. As decisões da empresa-líder, a partir desse momento, são os mais poderosos indutores das acelerações inflacionárias e, definitivamente o grande capital torna-se um sócio privilegiado da inflação.

Convém frisar que tudo isto se passa quando a grande empresa já havia levado ao limite os ajustes patrimoniais "defensivos". Por isso, não lhe restava como estratégia microeconômica

senão proteger as conquistas particulares pela via dos preços e das margens de lucro. Os movimentos patrimoniais que ainda tiveram curso nos anos seguintes, dizem respeito, entre as empresas privadas, aos "investimentos" em participações acionárias que continuaram crescendo, enquanto declinavam as aplicações financeiras. Certamente, neste caso, preponderou o risco ampliado após a experiência do Cruzado, de uma "desindexação" ou alguma outra forma de desvalorização dos ativos financeiros. Em 1.989, esta ameaça tornou-se muito mais presente e generalizou-se, na medida em que a economia ia sendo projetada para uma hiperinflação. Em 1.990, com a Reforma Monetária, a ameaça se tornaria realidade.

Entre as empresas estrangeiras, o ajuste do grau de endividamento ainda teria continuidade. As dívidas bancárias sobre o patrimônio líquido recuaram para apenas 25% em 1.989, praticamente o mesmo nível das empresas nacionais. Devemos sublinhar o baixíssimo grau de endividamento alcançado em ambos os casos - empresas nacionais e estrangeiras. O endividamento bancário em 1.989 correspondia à metade (nacionais) e à quase 1/3 (estrangeiras) comparados aos níveis do início da década.

Após o Cruzado, as mais significativas mudanças ocorreram nas contas correntes das empresas, como nos rendimentos de participações em controladas e coligadas que experimentaram um expressivo aumento. As despesas financeiras líquidas passaram a oscilar em torno a valores baixos, crescendo durante os anos de

aplicação de "choques". De resto, as margens de lucro evoluíram espetacularmente. A margem final de lucro (lucro operacional e não operacional) elevou-se em 1.989 para 44% da receita operacional (cerca de 26% em 1.984/85) entre as nacionais e para 17% (14% em 1.984/85) entre as estrangeiras (19% em 1.988). E o mark-up atingiu nada menos que 102% (nacionais) e 51% (estrangeiras), contra níveis como 55% e 35%, respectivamente, para nacionais e estrangeiras, em 1.984/1.985.

Eis um resumo dos processos desenvolvidos ao longo da década e os resultados obtidos pela grande empresa (comparações entre a média de 1.978-80 e 1.989);

-as aplicações financeiras correspondiam a 7% do ativo global (tanto no caso das nacionais, quanto estrangeiras), passando para 8,5% (nacionais) e 12,5% (estrangeiras).

-os "investimentos" aumentam como proporção do ativo total de 13 para 22% (nacionais) e de 7,5% para 15,5% (estrangeiras).

-o valor dos estoques, também com relação ao ativo global, cai de cerca de 15% para 9% (nacionais) e de 17% para 12% (estrangeiras).

-a proporção do imobilizado mantém-se em torno a 32-33% em ambos os casos, ao longo de todo o período.

-o endividamento total declina de 110% do patrimônio líquido para 67% (nacionais) e de 150% para 96% (estrangeiras); o endividamento bancário recua de 50 para 25% e de 65 para também 25%.

-as despesas financeiras líquidas alcançam 1% da receita operacional (em ambos os casos), contra níveis anteriores de 4,3% (nacionais) e 3% (estrangeiras).

-as rendas de participações em controladas e coligadas crescem de 1,2% e 0,3% da receita para 10,5% e 4,5%, nos casos, respectivamente, de nacionais estrangeiras.

-o mark-up sobe de 37,5% e 25% para 102% (nacional) e 51% (estrangeiras).

-a margem líquida de lucro (lucro operacional e não-operacional antes da correção e do IR) quadruplica em ambos os casos (de 11 para 44% - nacionais e de 4,5 para 17% - estrangeiras).

-a taxa de lucro final (lucro após IR sobre patrimonio líquido) sobe de níveis médios de cerca de 11% em 1.978/79 para 18,6% (nacionais) e 20,8% estrangeiras no final do período.

Uma observação final em torno às empresas estatais: como mostram os gráficos, seu posicionamento se deu de forma distinta relativamente ao padrão descrito para o segmento privado de empresas líderes.

Para começar, não lhes era possível a flexibilidade da estrutura ativa, um ponto de fundamental importância para o ajuste patrimonial privado, já que disto decorreu a obtenção de ganhos financeiros e a diversificação patrimonial.

De outra parte, a inflação alta que facilitava a ampliação as margens brutas de lucro das grandes empresas, não operava da mesma maneira no caso das estatais devido aos controles tarifários.

Na comparação com o segmento privado ao longo do período, os níveis de margem e taxa de lucro foram mais baixos, além de registrarem um intervalo mais amplo de variação, incluindo valores negativos. Isto decorreu do fato que as estatais somente puderam contar com os reajustes de tarifas e preços como defesa da rentabilidade corrente; lhes era impossível o complemento de renda através de ganhos patrimoniais ou não-operacionais. De outro lado, as tarifas e os preços públicos sofreram intensamente os efeitos dos "choques" e dos atrasos de reajustes frente à aceleração inflacionária. Enquanto isso, os preços privados logravam aprimorar o seu grau de proteção, através de antecipações de reajustes e da crescente flexibilização de margens brutas de lucro.

Os dados referentes às empresas estatais evidenciam duas outras características:

- entre estatais federais e estatais estaduais: para as primeiras vigoraram melhores condições patrimoniais e correntes, refletidas em menor grau de endividamento e maior lucratividade. É digno de registro a dependência absoluta do lucro final das estatais estaduais ao resultado da correção monetária do balanço.

- desde 1.985, iniciou-se uma redução do endividamento das empresas estatais, especialmente quanto às dívidas bancárias. Estas, em 1.984/85 representavam cerca de 115% do patrimônio líquido, 95% em 1.987 e, em 1.989, 55%. Na base deste processo estão as várias absorções de dívidas das empresas por parte da União e das holdings setoriais, o que possibilitou o cancelamento de dívidas de longo prazo. Para as estatais como um todo, a dívida de longo prazo caiu como proporção do passivo total de cerca de 37% em 1.984/85 para 14% em 1.989. no entanto, as encapações e absorções de dívidas não conseguiram neutralizar o excessivo endividamento bancário de curto prazo. Esses débitos em realidade cresceram de aproximadamente 10,5% do passivo total em 1.984/85 para quase 14% em 1.989. O crescimento foi muito maior entre as estaduais: de 7% para 25% (enquanto manteve-se mais ou menos inalterado entre as federais, em cerca de 11%). Os dados revelam ainda que o grave desequilíbrio da estrutura de capital das empresas estatais foi construído durante o período do "ajustamento", devido à aplicação da política que combinou a não-atualização tarifária com sobreendividamento sobretudo em moeda estrangeira.

2ª PARTE

A CRISE MONETÁRIA E OS BANCOS

CAPÍTULO IV

A CRISE MONETÁRIA

1 - A EVOLUÇÃO DA CRISE E A GESTÃO MONETÁRIA

Devemos retroceder até o início da década de 80 para analisar a crise monetária brasileira. Os responsáveis pela condução da política econômica julgavam que, em sendo preservada a estrutura empresarial privada e restaurado o equilíbrio corrente das contas externas, estariam repostas as condições para que a economia voltasse a crescer. Pensavam, assim, ser possível enfrentar uma gravíssima crise de financiamento, alterar profundamente a relação externa da moeda nacional e a composição dos mercados (entre mercado interno e externo), sem violar critérios e padrões de avaliação que regulavam o risco e as expectativas na economia. A demonstração mais cabal de que a política de "ajustamento" deixou marcas muito mais profundas na economia é que a despeito da preservação do setor privado na recessão, de seu reajuste patrimonial, além do reequilíbrio na conta corrente do balanço de pagamentos, a economia mergulhou em crescente instabilidade e indeterminação de sua trajetória (1).

(1) Sobre a economia e a política econômica no início dos 80 e no período do ajustamento, ver: Tavares, N.C. e Assis, J.C. (1.985), Belluzzo, L.G.M. (1.984) e Goldenstein, L. (1.985).

Tabela 1
BRASIL: INDICADORES MACROECONOMICOS
(VARIAÇÃO ANUAL)

: ANO :	PIB :	PIB :	PRODUTO :	PREÇOS :	SALDO :
:	(%) :	PER CAPITA :	INDUSTRIAL :	(IGP-DI) :	COMERCIAL :
:	:	(%) :	(%) :	(%) :	:(US\$ MILHÕES :
:1979 :	6,8 :	4,3 :	6,8 :	77,2 :	-2.840 :
:1980 :	9,3 :	6,8 :	9,2 :	110,2 :	-2.823 :
:1981 :	-4,4 :	-6,6 :	-8,8 :	95,2 :	1.202 :
:1982 :	0,6 :	-1,6 :	0,0 :	99,7 :	780 :
:1983 :	-3,4 :	-5,6 :	-5,9 :	211,0 :	6.470 :
:1984 :	5,3 :	3,0 :	6,6 :	223,8 :	13.089 :
:1985 :	8,0 :	5,6 :	8,3 :	235,1 :	12.486 :
:1986 :	7,6 :	5,3 :	11,7 :	65,0 :	8.305 :
:1987 :	3,6 :	1,4 :	1,0 :	415,8 :	11.172 :
:1988 :	-0,1 :	-2,2 :	-2,5 :	1.037,6 :	19.181 :
:1989 :	3,2 :	1,2 :	2,9 :	1.782,9 :	16.111 :
:1990 :	-4,6 :	-6,5 :	-8,6 :	1.476,6 :	11.027 :

Fonte: Banco Central

Ao objetivo absoluto do "ajustamento", vale dizer a política adotada entre 1.980 e 1.984 para promover o ajuste do setor externo da economia face às mudanças internacionais, subordinou-se a gestão monetária e a política econômica em geral nesse período. A política monetária foi um veículo primordial do ajustamento, porém sua execução rompeu critérios decisivos na regulação das avaliações e expectativas em uma economia cronicamente inflacionária como a brasileira, sem que, findo o período, estes critérios tenham sido restaurados.

Quanto à desorganização das expectativas, vale lembrar os fatores determinantes:

a) a forte instabilização das taxas de juros e o desalinhamento dos indexadores. Desde a 2ª metade dos anos 70 a política econômica adotou o manejo ativo das taxas de juros domésticas com propósito de regularização cambial. Com o segundo choque do petróleo e a elevação sem precedentes das taxas de juros internacionais em 1.979, o problema de instabilização das taxas de juros e indexadores ganhou uma dimensão dramática. A maxidesvalorização da moeda em fins de 1.979 (30%) seguida da prefixação da desvalorização da taxa de câmbio em 45% para o ano de 1.980 representou a ruptura da regra cambial seguida por 12 anos (as mini-desvalorização). Isto introduziu um risco agudo (de natureza cambial) nas relações comerciais e financeiras com o exterior. O déficit comercial do país nos primeiros anos após a crise do petróleo, juntamente com o desequilíbrio da conta financeira do balanço de pagamentos, sustentavam a ameaça de que nova e súbita alteração na relação externa da moeda nacional poderia se impor, como de fato ocorreria em 1.983 (a nova maxi de 30%, em fevereiro). Desde então as taxas internas instabilizaram-se fortemente. As taxas de juros foram condicionadas ora por pretensões de retomada do crescimento (como na grande queda provocada pela política econômica em 1.980), ora pelo objetivo de reequilibrar as contas externas (como entre 1.981 e 1.984, quando se praticou uma ativa política de dívida pública). A fixação dos índices de correção monetária, por outro lado, sofreu constante influência de manipulações arbitrárias por parte do governo. Desde 1.980, quando a correção monetária foi prefixada em 50% enquanto a taxa de inflação já superava 100% anuais, os índices de correção monetária na prática passaram a não respeitar a evolução dos preços, devido a seguidos "expurgos" nos índices de inflação. Na

segunda metade dos 80, quando a situação inflacionária se agrava e são aplicados "choques" de estabilização à uma economia ainda submetida à crise externa, a instabilidade de taxas de juros e indexadores se acentua ainda mais. Como resultado de todo este processo, comprometeu-se a utilização da indexação para fins de intermediação financeira e destruiu-se a confiança nas paridades de valores patrimoniais e dívidas que a regra de indexação procurava preservar(1). Nestas condições, o risco de crédito aumentou para tomadores e emprestadores e romperam-se os padrões que guiavam em uma economia inflacionária as antecipações das rentabilidades relativas de ativos reais e ativos financeiros. A acumulação de riqueza sob qualquer forma ficou sujeita a um acentuado grau de incerteza.

b) o ajustamento introduziu o risco do crédito na economia. De fato a política de ajustamento determinou uma crise de crédito, no sentido de que obrigou o setor privado a reduzir subitamente o volume do crédito contratado e não apenas a conter a demanda de novos financiamentos. No Brasil, a relação empresa-banco, segundo uma antiga tradição, pautava-se no crédito elástico contraído a curto prazo junto ao sistema financeiro. Isto era o que permitia o curso da acumulação produtiva, mesmo sendo limitadas as disponibilidades de fontes adequadas para a capitalização das empresas e de financiamento a longo prazo. O sobreendividamento de curto prazo amparava o financiamento da acumulação com recursos próprios das empresas, complementados pelas fontes oficiais de crédito (como o BNDES). Isto explica a vulnerabilidade que as empresas brasileiras sempre tiveram face às

(1) Ver, a respeito, Barros, L.C.M. (1.992)

oscilações do crédito(1). O ajustamento rompeu este padrão de relacionamento por dois motivos: primeiramente, devido à instabilização provocada nas taxas e indexadores. Esta instabilização poderia afetar as condições de pagamento da dívida passada, vale dizer, do estoque do crédito já contratado. Isto significa que de um momento para o outro uma empresa poderia tornar-se insolvente ou debilitar-se financeiramente, desencadeando um processo de fragilização empresarial tal como o descrito por Minsky(2). O outro fator de crise foi a contração drástica do crédito doméstico promovida a partir da fixação de limites quantitativos de expansão das operações bancárias. Os percentuais estabelecidos situaram-se sempre a níveis inferiores à evolução dos preços em uma proporção que chegou a ser de 1 para 2 (como em 1.980/81)(3). Colocava-se então um risco adicional para as empresas: o de que não fosse possível renovar o crédito de curto prazo que financiava suas posições em ativos. Esta ruptura do fundo rotativo "finance" concorreu não somente para a retração das decisões quanto à formação de novos ativos (queda dos investimentos), mas também levou as empresas a buscarem recompor sua liquidez interna tão depressa quanto fosse possível para transitar da "cobertura" de liquidez provida pelos bancos para a "auto-suficiência". A crise de crédito da entrada dos 80 foi a mais grave e a mais prolongada do pós-guerra na economia brasileira. A elasticidade do crédito e as taxas de juros favorecidas serviam como um colchão amortecedor da

(1) Para a problemática do financiamento na economia brasileira em uma perspectiva histórica, ver Tavares, M.C. (1.973).

(2) Ver Minsky, H. (1.986), especialmente, Cap. 9.

(3) O controle do crédito vigorou entre 1.980 e 1.983. Para 1.980 o índice estabelecido foi de 45%; 50% para 1.981; entre 50% (grandes bancos) e 70% (bancos médios e pequenos e bancos de investimento) para 1.982; e entre 20 e 40% (casos de grandes bancos e bancos de investimento, respectivamente) para o 1º semestre de 1.983. Em junho de 1.983, o crédito foi liberado. Para detalhes sobre a política monetária e creditícia no período, ver Almeida, J.S.G. e outros (1.986).

incerteza das antecipações sob inflação e compunha o padrão de financiamento da acumulação de capital no país.

c) o ajustamento deliberadamente provocou a recessão, também a mais longa e severa do pós-guerra. A orientação genérica "para o crescimento" servia para diluir incertezas e corrigir o curso das decisões com o mínimo de perdas em uma economia cronicamente instável. Além disso, a política econômica recessiva reforçou o risco de fragilização financeira das empresas provocado pela crise de crédito. Isto porque as expectativas de geração interna de fundos das empresas poderiam agora frustrarem-se repentinamente devido a uma eventual execução mais rigorosa da política econômica. A dúvida a respeito do crescimento a curto e a longo prazo da economia brasileira prevaleceu não somente no período do ajustamento, mas estendeu-se, juntamente com a instabilidade dos juros e indexadores e a crise do crédito, por toda a década dos 80 e a primeira metade dos 90.

O segmento empresarial das grandes corporações foi capaz de adaptar-se a estas reviravoltas da política econômica, e às súbitas mudanças dos padrões de referência e de risco, mas isto custou uma forte aceleração inflacionária. O salto da inflação ao longo do período de aplicação da política de ajustamento corresponde ao ajuste das margens de lucro das empresas líderes para a defesa do lucro corrente e da liquidez empresarial. Neste sentido, a inflação nesta etapa pode ser descrita através do processo de ajuste do mark-up.

Um custo elevado foi debitado à conta do setor público pelo patrocínio do ajuste privado sob a forma de insenções e incentivos fiscais, subsídios e absorção de dívidas e compromissos financeiros. A dívida externa foi assumida pelo Estado que utilizou-se para este fim de mecanismos monetários (como os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central), das empresas estatais e da política tarifária. Isto determinou um grave desequilíbrio patrimonial no Banco Central, além de comprometer o auto-financiamento e a capacidade de sustentação dos níveis de investimento das estatais. A orientação da produção para o mercado externo, por outro lado, subtraía recursos tributários e a aceleração da inflação concorria para a queda dos valores reais da arrecadação fiscal. Por fim, o governo utilizou-se largamente da prerrogativa de gestor da moeda para arbitrar favores e interesses particulares através do antigo Orçamento Monetário.

A reconstituição das contas do setor público nos permite não ter dúvidas de que a origem da crise fiscal e do endividamento público, nesta etapa, está inteiramente ligada ao ajuste privado. A receita tributária bruta recuou como proporção do PIB, de 25,2% em 1.975 para 21,8% em 1.984, não se recuperando a partir daí (21,9% em 1.989). A receita líquida do governo (receita tributária menos transferência, pagamentos de juros das dívidas interna e externa e subsídios) caiu no mesmo período de 15,2% para 8,6% do PIB (9,1% em 1.989). Somente com subsídios ao setor privado, o dispêndio alcançou cerca de 3% do PIB nos anos de recessão. No auge da recessão do ajustamento, o déficit operacional do setor público superava 7% do PIB. É desta fase a formação de um sobreendividamento do setor público

TABELA 2

POUPANCA DO GOVERNO EM CONTA CORRENTE (2 PIB)													
CARGA TRIBUTARIA BRUTA:		TRANSFERENCIAS					RECEITA 2/:	CONSUMO DO GOVERNO					POUPANCA
ANOS	TRIBUTOS	JUROS	JUROS	ASSISTENCIA:	SUBSIDIOS:	TOTAL	LIQUIDA	PESSOAL			BENS	TOTAL	GOVERNO
		DIVIDA	DIVIDA	E				GOVERNO	ESTADOS	TOTAL	E		
		PUBLICA	EXTERNA	PREVIDENCIA:				CENTRAL	E		SERVICOS		
		INTERNA 1/						MUNICIPIOS:					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)=(1)-(6)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)=(7)-(12)
1970	26.29:	.52:	.05:	8.25:	.52:	9.33:	16.96:	4.18:	4.07:	8.25:	3.09:	11.34:	5.62:
1975	25.24:	.38:	.19:	6.76:	2.67:	10.00:	15.24:	3.33:	3.81:	7.14:	3.05:	10.19:	5.05:
1980	24.70:	.76:	.37:	7.77:	3.86:	12.76:	11.94:	2.76:	3.55:	6.31:	2.89:	9.20:	2.74:
1981	24.65:	1.08:	.29:	8.22:	2.68:	12.27:	12.38:	2.96:	3.50:	6.46:	2.86:	9.32:	3.06:
1982	25.27:	1.17:	1.14:	8.59:	2.48:	13.37:	11.90:	3.02:	4.03:	7.05:	2.96:	10.01:	1.89:
1983	25.07:	1.55:	1.56:	8.36:	2.65:	14.12:	10.95:	2.89:	3.72:	6.61:	3.05:	9.66:	1.28:
1984	21.82:	2.08:	1.76:	7.76:	1.59:	13.20:	8.62:	2.47:	3.18:	5.65:	2.63:	8.28:	.34:
1985	22.53:	2.3:	1.51:	7.24:	1.59:	12.64:	9.89:	3.06:	3.88:	6.94:	2.93:	9.87:	.02:
1986	25.36:	1.19:	1.35:	7.97:	1.47:	11.98:	13.37:	2.40:	4.90:	7.30:	3.37:	10.67:	2.70:
1987	23.34:	1.01:	1.42:	7.54:	1.59:	11.56:	11.78:	2.78:	4.99:	7.77:	4.39:	12.16:	(0.38):
1988	21.89:	1.58:	1.72:	7.19:	1.23:	11.70:	10.19:	3.21:	4.71:	7.92:	4.68:	12.61:	(2.42):
1989	21.94:	1.44:	2.03:	7.50:	1.93:	12.89:	9.05:	4.11:	5.61:	9.72:	4.60:	14.32:	(5.27):
1990	27.43:	(1.09):	2.12:	8.29:	1.72:	11.04:	16.39:	3.63:	6.86:	10.49:	5.15:	15.63:	.75:

1/ Ate 1982, os juros da divida interna correspondem ao conceito utilizado pela Fundacao IBGE, descontada a correcao monetaria das DTN e desconto das LTN.
A partir de 1983, tanto os juros da divida interna como os da divida externa foram estimados com base no saldo medio da divida do setor publico.

2/ Nao inclui outras receitas correntes liquidas, em virtude de tratar-se, basicamente, de resultado de correcao monetaria.

Fonte: Banco Central do Brasil

TABELA 3
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PUBLICO
CONCEITO OPERACIONAL
(% DO PIB)

ANO	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
TOTAL	7.2	4.4	2.5	4.3	3.6	5.7	4.8	6.9	-1.2
PRINCIPAIS ITENS									
GOVERNO CENTRAL	2.1	1.3	1.8	1.4	1.6	3.0	3.4	3.7	-2.4
EST. E MUNICIPIOS	1.5	.3	-4	1.0	1.0	1.6	.4	.6	.4
EMP. ESTATAIS	3.6	2.9	1.1	2.3	1.4	.9	1.0	2.4	.6
ENC. FINANC. LIQ. (DIV. INT. E EXT.)	6.5	6.6	7.1	6.9	5.3	4.8	5.8	5.9	3.1
SUPERAVIT/DEFICIT PRIMARIO	.8	-2.2	-4.6	-2.6	-1.5	.9	-1.0	1.0	-4.5

Fonte: Banco Central

TABELA 4
DIVIDA LIQUIDA DO SETOR PUBLICO
SALDO EM US\$ MILHOES
FIM DE PERIODO

DESCRIMINACAO	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
DIV. LIQ. TOTAL (A+B=I+II+III)	86.625	96.776	105.467	118.998	140.207	152.841	153.807	167.676	162.777
A-DIV. INTERNA I	38.534	34.787	42.363	49.084	58.400	60.888	69.540	99.817	71.614
B-DIV. EXTERNA	40.091	61.989	63.104	69.914	81.807	91.953	84.267	87.859	91.163
I. GOV. FEDERAL E BANCO CENTRAL	23.518	35.812	41.074	42.807	56.692	60.720	61.869	89.884	68.057
II. GOV. ESTATAIS E MUNICIPAIS	14.478	12.034	13.334	16.029	18.652	21.383	21.827	27.612	26.294
III. EMP. ESTATAIS E AG. DESCENTRALIZA	48.629	48.930	51.059	60.162	64.162	70.205	70.111	70.180	68.426

I/Convertida em dolares pela taxa de cambio (compra) de final de periodo

Fonte: Banco Central

que não seria revertido nos anos seguintes até o final da década. Daí o excessivo custo financeiro que obrigou o governo a promover, praticamente a cada ano dos 80, uma "revisão orçamentária" ou uma "reforma fiscal", pois o déficit financeiro impunha a geração de superávits primários(1).

A saída do ajustamento, portanto, não só garantiu o ajuste privado e o reequilíbrio externo corrente, mas também o agravamento das incertezas: inflação alta, sem mais a confiança na indexação, mas com a percepção da precaridade da situação cambial, do aprofundamento da crise fiscal e de financiamento do setor público e empresas estatais. No quadro internacional que prevaleceu em toda a década de 80, tornou-se evidente o afastamento do Brasil dos mercados voluntários de crédito e de capitais e este fator colocava-se como uma ameaça permanente de nova escalada de reajuste no valor externo da moeda, acompanhada de forte recessão, ameaçando assim desvalorizar a riqueza e os patrimônios acumulados internamente.

Em suma, o ajustamento, na medida em que agravou as condições de financiamento do setor público e desorganizou os padrões de avaliação e risco das decisões empresariais, provocou a paralisia dos agentes que comandam o investimento: o setor público, acossado pela crise simultaneamente fiscal e financeira; o setor privado, líquido e "ajustado", mas prisioneiro da incerteza e da ruptura das expectativas.

(1) Ver o trabalho já citado de Teixeira, E. (1.989), bem como o trabalho de Oliveira, F.A. (1.928). Consultar ainda para esta, bem como para todas as outras questões relevantes da economia brasileira nos 90, Baer, N. (1.994).

Uma segunda etapa na condução da política monetária inicia-se com a conclusão do "ajuste" privado e do setor externo (1.984)(1). A política monetária, por uma sucessão primeiramente de medidas "ortodoxas" e depois de medidas "heterodoxas", foi dominada pelo objetivo de bloquear a explicitação da crise monetária em uma hiperinflação. Por vezes, isto também se traduziu em custos para o Estado, na forma da concessão de juros e de liquidez nos seus títulos. Os altos custos financeiros e o estreitamento progressivo dos prazos da dívida pública, agravaram, evidentemente, o desequilíbrio das contas fiscais e o financiamento do setor público, mas devemos frisar que esta foi uma decorrência da crise monetária, ou melhor, da imobilização crescente imposta ao gestor da moeda. Por isso, a cada momento em que era evitado o desenlace da crise, também se aprofundavam dúvidas e incertezas sobre a validade do padrão monetário, tendo como limite a percepção pelos centros privados de que a soberania da moeda estatal podia se tornar insustentável.

É claro que o país conviveu nesta etapa com desequilíbrios estritamente fiscais e de financiamento, na medida em que na segunda metade dos 80 não avançou na superação dos problemas agravados pelo ajustamento e pela ruptura do financiamento externo. Na verdade, em muitos pontos cruciais, regrediu: a estrutura de gasto público foi se tornando mais rígida, bem como aumentou a resistência de setores à tributação, à redução de favores, subsídios e incentivos; o crédito comprimiu-se violentamente no sistema financeiro e o risco

(1) Sobre a política monetária, a política econômica em geral e os planos de estabilização da 2ª metade dos anos 80, consultar as publicações do CECOM/UNICAMP, organizadas por Carneiro, R. (1.986, 1.987, 1.988, 1.989 e 1.990). Ver também Carvalho, C.E. (1.991).

do grande devedor destes anos (o setor público) comprometeu ainda mais o seu crédito. Mas é importante destacarmos a hierarquia dos fatos para colocar em evidência seus determinantes. Nesta etapa, o desafio privado ao gestor da moeda se sobrepõe às crises fiscal e de financiamento, acentuando-as. Isto em grande medida, explica os sucessivos fracassos das tentativas isoladas de ajuste e de reformas nos campos tributários, do gasto público e das condições de financiamento do setor público.

Com exceção do Plano Cruzado e, posteriormente, da Reforma Monetária de 1.990 que nutriram a esperança de restaurar de fato a unidade das funções da moeda, a gestão monetária pautou-se no reconhecimento da quebra desta unidade. Admitiu a crise monetária e chamou-a a si, tentando circunscrevê-la aos ativos de emissão estatal para com isso ir legitimando o "dinheiro velho" (o cruzeiro, o cruzado, o cruzado novo, novamente o cruzeiro) em pelo menos uma de suas funções (meio de circulação) e evitar através do "dinheiro financeiro"(1) que as funções de padrão de preços e contratos e de reserva de valor fossem exercidas diretamente por moeda estrangeira forte. Estamos nos referindo ao desenvolvimento das "quase-moedas" ou mais propriamente do dinheiro indexado(2).

O governo permitiu um progressivo encurtamento dos prazos das aplicações financeiras e aperfeiçoou o título público que servia de base à emissão de depósito de curtíssimo prazo pelos bancos.

(1) A expressão é de Tavares, N.C. (1.978)

(2) Sobre o desenvolvimento da "moeda indexada" no Brasil, ver Barros, L.C.M. (1.992)

No primeiro caso, deu seguimento à uma tendência iniciada já durante o ajustamento quando foi reduzido de 3 meses para 1 mês o prazo de resgate dos depósitos populares de poupança. Podemos afirmar que na estrutura financeira vigente após 1.985 no Brasil, o prazo de 30 dias passou a ser, virtualmente, o prazo máximo das aplicações financeiras e dos contratos da dívida. Quanto ao aperfeiçoamento dos títulos públicos de base à emissão da moeda indexada, a principal inovação consistiu na criação em 1.986 da Letra do Banco Central (LBC), substituída em 1.987 pela Letra Financeira do Tesouro (LFT). A característica central da LBC (LFT) estava na forma do seu rendimento, equivalente à taxa do mercado aberto. Como de resto, o governo assegurava liquidez aos seus títulos emitidos a qualquer prazo e mantidos pelas instituições financeiras, com a introdução da LBC passou a não haver descompasso, nem em termos de liquidez, nem quanto à rentabilidade, entre os depósitos de curto prazo que as instituições aceitavam do público e suas próprias aplicações. Como cabe observar, anteriormente à LBC (e LFT), o rendimento dos títulos públicos que compunham a carteira das instituições era prefixado (Letra do Tesouro Nacional - LTN) de acordo com um deságio definido no ato da aquisição ou pósfixado (Obrigações do Tesouro Nacional - OTN) segundo os índices de correção monetária ou cambial. Dada a instabilidade das taxas de juros de curtíssimo prazo, isto frequentemente causava desequilíbrio na rentabilidade da carteira das instituições financeiras. O governo desenvolveu também os mecanismos de indexação diária da economia. A fixação do valor do "Bônus do Tesouro Nacional" (BTN - um título escritural e de referência para os contratos, criado em 1.986) com base em projeções da inflação mensal permitiu não apenas que o câmbio

(cuja indexação diária foi inaugurada em 1.985), mas todo tipo de pagamentos/recebimentos contratuais (aplicações financeiras, contratos de prestação de serviços, dívidas, etc.) e até preços de bens e serviços, fossem indexados à taxa do dia. Ao aceitar a regularização da intermediação do "dinheiro financeiro", permitir a redução de prazos e assegurar liquidez e indexação diárias, a gestão monetária aperfeiçoou condições para o desenvolvimento do "dinheiro financeiro" e, assim, para a existência na prática de duas moedas na economia.

É importante observar que a convivência de duas moedas, correspondendo ao fracionamento da unidade monetária, introduziu uma efetiva inércia à inflação. As teorias de inércia se habilitam a explicar a resistência à queda da taxa de inflação no Brasil se tomadas como uma descrição do automatismo da formação de preços e da generalização do "imposto inflacionário". Este último, deriva do fato de que a convivência de duas moedas habilita ao lucro inflacionário todos os agentes (e não apenas os bancos) que captam ou compram na moeda de transação(ou sob um critério que se aproxime dela)e emprestam ou vendem na "moeda indexada". Esta foi a base de lucros extraordinários para muitas empresas e bancos que saíram do ajustamento recessivo com enorme capacidade de geração ou mobilização de liquidez e baixo grau de endividamento ou comprometimento financeiro. O Cruzado, bem como a Reforma Monetária de 1.990, mostraram que mesmo uma precária e temporária reunificação das funções monetárias está longe de ser neutra em seus efeitos sobre a rentabilidade empresarial. As margens brutas de lucro das grandes

corporações comprimiram-se violentamente, assim como o lucro sobre o patrimônio dos bancos. O aparente ajuste e eficiência do setor privado deverão passar ainda pelo teste de resistência de um período de estabilização, já que ao lhe ser permitido tornar-se líquido e absorver o lucro inflacionário, eliminaram-se ao longo da crise os constrangimentos que o obrigavam a respeitar as normas de operação de uma economia mercantil capitalista. Na economia brasileira dos anos 80, ficaram suspensos os sentidos da concorrência e economicidade (relação preço-custo) e o enriquecimento transformou-se em um fenômeno predominantemente patrimonial e arbitrário.

A "moeda indexada" não originou-se exclusivamente de um processo deliberado de gestão monetária. De um certo ponto de vista, podemos entender este processo como um desvirtuamento do sistema de indexação introduzido pelas reformas de meados dos 60 e que tinham como propósito regularizar os contratos e permitir a ampliação da intermediação financeira em uma economia cronicamente inflacionária. Mas, por outro lado, foi a própria concorrência privada que requereu o "dinheiro financeiro" de emissão ou de garantia do setor público:

a) os segmentos empresariais líquidos (e mesmo pessoas físicas de maior renda e acesso à informação) demandavam "moeda indexada". A incerteza tendia a afastar de suas decisões a acumulação de capital real (investimento), enquanto o risco de perda patrimonial devido a movimentos imprevistos nas cotações, taxas de juros e indexadores, desaconselhava a acumulação de títulos negociáveis nos mercados de risco e aplicação a juros de médio e longo prazos em seus portfólios;

b) do ponto de vista dos bancos, a existência de títulos públicos que assegurassem liquidez e rentabilidade preenchia duas condições para uma operação lucrativa e segura: primeiro, os títulos públicos podiam substituir no portfólio bancário os títulos relativos à dívidas das empresas mais sólidas, como aplicações de menor risco. A liquidez que a grande empresa acumulou ao longo do ajustamento e nos anos seguintes, lhe permitiu transitar da condição de devedora para a de credora líquida do sistema financeiro. Em segundo lugar, os títulos indexados e de alta liquidez de emissão do governo possibilitavam que o sistema bancário atendesse ao encurtamento dos prazos exigidos pelos aplicadores; além disso, viabilizavam a absorção do imposto inflacionário pelos bancos.

A dívida pública passou então a ser a base da renda bancária: na intermediação do "dinheiro financeiro" (que substituiu a função bancária da intermediação financeira) e na absorção do "imposto inflacionário". A concorrência, a modernização e a evolução da rede e dos serviços bancários durante os anos 80 foram todos processos condicionados por uma ou outra destas formas de obtenção de renda. A primeira - em torno à qual cristalizou-se um segmento bancário "atacadista" - com base na seleção da clientela, no atendimento diferenciado, na informação acerca das melhores opções de aplicações ou na administração da carteira do cliente pela instituição. O lucro do banco neste caso origina-se do diferencial de taxas, ou seja, em uma espécie de comissão sobre os recursos da clientela, que para atender aos requisitos deste segmento, deveria desfrutar de padrões

elevados de renda e patrimônio. Com relação à segunda forma - na qual especializaram-se os maiores bancos privados nacionais, os "bancos varejistas" - os parâmetros de atuação bancária são quase todos opostos: a penetração dos bancos se dá "em massa", sobre um público pulverizado de indivíduos e de empresas cujos níveis de informação, de acesso ao mercado financeiro, de renda e de patrimônio são baixos(1). O princípio da operação bancária é capturar o giro da "moeda velha", a moeda de transação, e obter renda com aplicações no mercado aberto ou em carteira de títulos públicos. À medida em que desenvolveu-se a especialização em uma ou outra direção, a operação típica dos bancos - o crédito à produção e à circulação de bens - foi retrocedendo no conjunto de suas operações. A intermediação do "dinheiro financeiro" passou a dominar amplamente o negócio bancário. A propósito, com respeito à estruturação bancária descrita acima, o Plano Collor 1 representou um divisor de águas. A tônica a partir daí passou a ser o enxugamento do quadro de pessoal, a informatização maciça, a redução do número de agências e a seleção de serviços oferecidos e clientes, mesmo entre os maiores "varejistas", alguns deles, inclusive, convertidos em "atacadistas".

Podemos considerar estas trajetórias e tendências como anomalias de um sistema bancário em que a existência da "moeda indexada" juntamente com a "moeda velha" abriu caminho para sua adequação à crise monetária. Mas, como devemos lembrar, anômala resultou também a operação da empresa e o critério patrimonial de enriquecimento na economia brasileira.

(1) Ver os traços do desenvolvimento bancário nos primeiros anos dos 80 em Teixeira, N. (1.985).

Constitui igualmente um desvirtuamento, a função que passaram a desempenhar o instrumento da indexação e os títulos de dívida pública. Estes deixaram de ser veículo de financiamento do setor público para servirem de lastro à "moeda indexada", além de base à arbitragem entre "dinheiro velho" e "dinheiro financeiro" exercida por quem gerava ou tinha acesso privilegiado à liquidez.

Grandes empresas, bancos e exportadores detinham esse poder privilegiado. Essencialmente, a gestão monetária da crise consistiu em aperfeiçoar a "moeda indexada" à cada rodada em que este poder ameaçava romper definitivamente com a função de gestor da moeda exercida pelo Estado. Trataremos dos limites da política monetária nos próximos itens. Para encerrar, o registro de que em sua forma mais desenvolvida, o "dinheiro financeiro" ou a "moeda indexada" corresponde na crise monetária brasileira aos passivos bancários de emissão por um dia que rendem a taxa overnight e cujo principal lastro é o título público. Como observou Keynes(1), a distinção entre débito e dinheiro deve respeitar as peculiaridades de cada momento e cada caso. O encurtamento de prazos e as crescentes facilidades de resgate aconselham a tomar no caso brasileiro os depósitos de poupança e os depósitos a prazo como dinheiro. Englobemos todos estes direitos líquidos e indexados na categoria de "quase moeda", cuja evolução é mostrada a seguir.

(1) Keynes, J. (1930), p.163.

Tabela 5
EVOLUÇÃO DA MOEDA, DAS QUASE MOEDAS E INDICADORES DE PREÇOS
(VARIAÇÃO % EM DOZE MESES)

FINAL DE PERÍODO	M1	M2	M4	CORREÇÃO MONETÁRIA	IGP-DI
1980	70	67	69	51	110
1981	88	135	140	96	95
1982	67	92	111	98	100
1983	97	97	151	157	211
1984	201	332	292	215	224
1985	304	358	303	219	235
1986	307	119	94	50	65
1987	127	308	352	391	416
1988	571	1.056	1.060	816	1.038
1989	1.425	2.010	1.596	1.399	1.783
Fev 1990	2.599	3.585	3.020	2.180	3.545

M1 = Dep. à vista + papel-moeda em poder público

M2 = M1 + Títulos públicos federais

M4 = M2 + Depósito de poupança + depósitos a prazo

Fonte: Banco Central

Tabela 6
MEIOS DE PAGAMENTO EM RELAÇÃO AO PIB (1)

% s/PIB										
Final	de Base	Papel	Depos.	Tit.	Dep.	Dep.	Dep.	Dep.	Dep.	Dep.
Período	Monet.	Moeda	a Vista	M1	Publ.	M2	Poupança	M3	a Prazo	M4
:	:	PP	:	Fed.	:	:	:	:	:	:
1978	5.3	2.5	11.0	13.5	8.5	22.1	7.8	29.9	6.1	36.0
1980	3.6	1.8	7.5	9.3	3.9	13.2	6.2	19.4	3.6	22.9
1981	3.2	1.7	7.6	9.3	7.2	16.6	8.3	24.9	4.5	29.4
1982	3.2	1.6	6.1	7.7	8.1	15.9	9.5	25.4	5.3	30.9
1983	1.9	1.0	4.1	5.1	5.3	10.4	10.0	20.4	5.3	25.7
1984	2.1	1.0	3.5	4.5	8.6	13.2	10.2	23.3	6.4	29.7
1985	2.0	1.1	4.0	5.0	11.6	16.6	9.8	26.4	6.7	33.1
1986	4.5	2.1	9.4	11.5	9.1	20.6	8.3	29.0	7.4	36.3
1987	2.4	1.2	3.7	4.9	10.8	15.8	10.5	26.2	4.5	30.8
1988	1.5	0.9	2.0	2.9	10.6	13.5	10.8	24.3	4.4	28.7
1989	1.4	0.9	1.3	2.2	13.2	15.4	6.9	22.4	3.2	25.5
Fev/1990	1.0	0.5	1.2	1.6	11.2	12.8	7.0	19.8	2.3	22.1

(1) Agregados Financeiros: posições de final de período; PIB: 12 meses, Valorizado pelo IGP do mes. A partir de 1988 utiliza-se o conceito corrigido, onde é subtraída a carteira própria de títulos públicos e CDB das instituições financeiras.

2 - A FINANCEIRIZAÇÃO DOS PREÇOS

As quase moedas cumpriram genericamente a função de recompor a unidade monetária durante a crise da economia brasileira. Com isto, formalmente o Estado reassumiu a condição de gestor da moeda, mas sem readquirir o controle da política monetária. A crise foi impondo limites progressivos à gestão monetária, em um quadro de crescente instabilidade. A ameaça de hiperinflação tornava-se cada vez mais presente diante do precário sistema de avaliações que as quase-moedas e a falsa unidade monetária buscaram preservar.

Os fatores decisivos para a perda de eficácia da política monetária, as razões que a tornaram prisioneira das arbitragens dos agentes estão localizadas nas mudanças profundas que sofreram os ativos, os mercados para sua negociação e os critérios de sua posse ao longo da prolongada crise. De um ponto de vista microeconômico, estas mudanças podem sempre encontrar justificativa nos processos de "defesa" desenvolvidos pelos agentes contra a desvalorização patrimonial que a alta inflação pode causar, mas no plano macroeconômico estas transformações foram responsáveis pelo aparecimento de obstáculos quase intransponíveis à aplicação de políticas convencionais de estabilização. O problema não fica inteiramente delimitado pela constatação de que os ativos financeiros indexados tenderam a concentrar as decisões quanto à posse da riqueza, determinando o desvio de recursos do investimento e da produção. Isto correspondeu, em algum grau, à realidade dos anos 80 no Brasil. Uma

indagação mais relevante é a que busca as razões que evitaram uma concentração ainda maior nos ativos financeiros. A questão é pertinente porque à medida em que a crise interna e do setor externo se agravaram, a inflação foi-se acelerando, a instabilidade foi se tornando mais aguda e, em paralelo, foram sendo aperfeiçoados os métodos de indexação a curto prazo, na forma das "quase-moedas", também se ampliaram os diferenciais de risco e proteção entre os ativos reais e financeiros. A questão poderia ser aprofundada ainda mais:

- 1) quais as forças que se opuseram à tendência de concentração entre os ativos reais em favor dos ativos de exportação e,
- 2) de que forma se deu a concentração dos ativos financeiros na "moeda indexada". Vamos tratar neste item da questão relativa aos ativos reais.

A indagação básica é: que condições asseguraram a preservação dos valores da riqueza real acumulada internamente, dada a crise, a indeterminação das avaliações capitalistas e a ruptura das convenções? Em particular queremos avaliar em que medida alterou-se a formação de preços para garantir a preservação da riqueza.

A aplicação da teoria da seleção de carteira a um problema de distribuição macroeconômica de ativos deveria, em primeiro lugar, suspender o suposto de perfeita substituição entre ativos

reais, ativos financeiros e dinheiro. Deveria pelos menos qualificar as condições em que é possível admitir a substituição. Do ponto de vista de cada agente, o movimento correto de "defesa" seria o da substituição, nas carteiras, dos ativos reais por outros contratualmente protegidos contra a inflação e dotados de maior liquidez. Isto corresponderia às reações microeconômicas compatíveis com o quadro de evolução da crise e de crescente instabilidade da economia ao longo dos 80. Do ponto de vista macro, no entanto, a busca de liquidez e de proteção não pode ocorrer para o conjunto do setor privado, salvo no caso de uma mudança correspondente na situação patrimonial do setor público ou na ampliação da propriedade de não residentes.

Já vimos que a ausência de intervenção pública provocaria uma queda generalizada dos preços dos ativos reais, induzida pela busca individual de substituição. Teoricamente os preços deveriam baixar até que fosse alcançado um reequilíbrio das avaliações em termos das vantagens de rentabilidade, risco e liquidez entre as várias classes de ativos. Esta é uma outra forma de dizer que a economia deveria ser projetada em uma recessão aberta, acompanhada de deflação de preços e da depreciação dos ativos que compõem a riqueza reprodutiva. O economista Irving Fisher descreveu este fenômeno nos anos 30 como uma crise de "debt-deflation"(1). Em uma economia industrial moderna com enormes imobilizações de capital e estruturas de mercado oligopolizadas, é evidente que a busca de substituição entre ativos, própria de uma decisão pura de carteira, tende a levar

(1) Conforme o já citado trabalho de Fisher, I. (1.933).

em conta o risco de desvalorização patrimonial, e também o de perda de posição no mercado. Mesmo em uma economia com estas características uma crise de liquidação poderia ocorrer, mas seria necessária uma brusca e violenta contração do crédito para forçar a recessão e provocar a depreciação do estoque de capital existente. No caso brasileiro o "êxito" do ajuste privado, apesar da recessão do início dos anos 80, indicou que esta forma de solução da crise estava descartada. O Estado comprometeu sua situação financeira e patrimonial na salvaguarda da riqueza privada. Mas, o ajuste empresarial impediu apenas o desenlace da crise de liquidação. Não foi acompanhado de um reordenamento das avaliações e das expectativas capaz de restaurar as relações de rentabilidade esperada entre ativos de natureza diferente.

Em situação de relativa estabilidade das expectativas e dos padrões de risco, alguma variante do "princípio do custo total" pode ser considerada uma boa aproximação para descrever a formação dos preços. Nas versões inspiradas em Kelecki e Steindl(1), os preços acompanhariam o custo primário, acrescido de uma margem de lucro que deve cobrir os custos indiretos além de deixar uma margem líquida para o empresário destinada a assegurar os planos de expansão da firma. Mas na situação que estamos descrevendo, a formação de preços revela o que realmente é: um poder que os possuidores de ativos reprodutíveis detém para defender o seu valor.

(1) Kalecki, M. (1.973), esp. cap. I e Steindl, J. (1.983)

Vejamos mais de perto esses pontos. Vamos tomar os ativos reais e indagar sobre as condições da preservação de seus valores atualizados.

2.1.- Ativos de Exportação e Ativos para a Produção Doméstica

Devemos preliminarmente concordar com os argumentos de Davidson(1) acerca de inserção dos ativos de capital nos mercados capitalistas. Para a maioria desses ativos não existem mercados organizados para a pronta negociação (mercados spot). Predominam, neste caso, os mercados de entrega futura da nova produção, através de encomenda ou contratos de fornecimento (mercado forward). O preço de negociação (preço spot) do ativo de capital é, então nocional. Dada a propriedade de reprodução (pela nova oferta) do bem de capital, uma situação em que há excesso de capital real determina o recuo das encomendas (ou pedidos de fornecimento futuro) até que a redundância (expressa em níveis de preço spot "nocional" inferiores aos preços forward) seja eliminada. O ajuste se dá pelo fluxo de reprodução do ativo. É isto o que permite que cada mudança das avaliações sobre a conservação ao longo do tempo do capital enquanto riqueza, não seja acompanhada de uma liquidação dos ativos. Em outras palavras, a precária organização de mercados spot para a maioria dos ativos do capital real não significa a impossibilidade da formação de avaliações sobre sua capacidade de representar riqueza futuramente, ou que seus estoques não sofram valorizações ou desvalorizações devido a mudança nas expectativas e nas avaliações capitalistas. Significa sim que, salvo em condições particulares, disso não resulta a realização de ganhos ou perdas de capital em mercados organizados.

(1) Davidson, P. (1978), Cap. 4.

Para Keynes, se ocorre uma queda brusca de eficiência marginal do capital, a riqueza acumulada é afetada. A reação empresarial, no entanto, concentra-se sobre as decisões de investir (novos fluxos)(1). Esta é a reação possível dos detentores da riqueza real, o meio pelo qual procuram defender os valores patrimoniais, correspondendo à tentativa de restauração da "escassez" dos ativos que os mantêm como riqueza. A possibilidade de desvalorização, acompanhada de efetivas perdas de capital, é própria dos títulos que dão direitos sobre os rendimentos esperados dos ativos reais (capital fictício), cuja capacidade de representar a riqueza se deteriora. São os casos dos títulos de empresas de capital aberto, para os quais há mercados organizados para a pronta negociação dos estoques existentes. No caso desses ativos, não opera o ajuste através da capacidade reprodutora, presente nos ativos reais.

Imaginemos uma situação em que as expectativas de longo prazo não apenas tenham sofrido um colapso (como no suposto Keynesiano que detona a reversão de uma etapa expansiva) mas encontram-se desde então indeterminadas em uma incerteza radical. As condições macroeconômicas, no entanto, permitem a geração do lucro agregado. Suponhamos ainda que uma crise financeira foi evitada ou não tenha simplesmente ocorrido, não se apresentando a ameaça de uma liquidação generalizada como em uma crise à la Fisher. A nosso ver, estas condições resultaram, a grosso modo, da política de ajustamento aplicada na primeira metade dos anos 80. Nestas condições, e a par da

(1) Keynes, J.M. (1.970), especialmente, Cap.11 e 22

"escassez" que a paralisia do investimento auxilia em manter para a riqueza real acumulada, esta tem seu valor validado apenas a cada período, pela rentabilidade corrente que é capaz de auferir. O passado - representando nas decisões de investir que formaram a riqueza atual - só pode ser validado no presente - correntemente - devido à impossibilidade de sua avaliação pela antecipação do futuro, dada a incerteza radical das expectativas de longo prazo.

Sustentar no rendimento corrente e nos preços dos bens o valor patrimonial dos ativos privados requer um elevadíssimo grau de monopólio. E também que o setor privado obtenha renda e aumente sua liquidez financeira fora do circuito gerado pelo gasto empresarial produtivo. Podemos considerar que o "ajustamento" brasileiro concentrou enormemente a atividade econômica no país e aumentou o grau de monopólio e que a restrição às importações, provocada pela crise externa, protegeu extraordinariamente os setores domésticos, ao menos até a abertura comercial promovida pelo Plano Collor. Ao nível macroeconômico interno, foi necessário que o Estado ampliasse o seu endividamento sob a forma da "moeda indexada" para atender aos novos critérios de risco e preferência pela liquidez do setor privado e assim sustentar sua rentabilidade corrente. A cobertura de liquidez oferecida pelo Estado através de seu endividamento na "moeda indexada" acentuou a deformação do sistema de preços dos bens na economia brasileira.

A preservação patrimonial refere-se aos valores escriturais da riqueza; a inexistência de mercados organizados e a ruptura das expectativas de longo prazo impedem uma avaliação "de mercado", bem como a avaliação do preço de demanda dos ativos, segundo o conceito Keynesiano. Se a escassez forjada e a rentabilidade corrente são os determinantes das avaliações que se formam sobre os ativos, isto corresponde a dizer que eles valem o que rende o seu uso corrente. Então uma expressão como a de Keynes para o preço de demanda:

$$P_d = \sum_n \frac{Q_n}{n} d_n \quad (1)$$

não é capaz de refletir o valor monetário atribuído aos ativos instrumentais que formam a riqueza real (o preço de demanda), devido à indeterminação de Q_n .

(1) Onde:

Q_n = o retorno monetário esperado de um ativo no tempo n .

d_n = o valor presente de 1 unidade monetária diferido por n

anos à taxa corrente de juros, ou seja, $d_n = \frac{1}{(1+r)^n}$, onde r é a taxa de juros.

Ao término de um determinado período, uma expressão para o valor escritural da riqueza seria:

$$(2) \quad V_k = \sum_k R_k K + I_t \quad (1)$$

Em (2), a $\sum_k R_k$, que compõe o rendimento real do capital (R_k), deve ser entendido como índice de preços de venda do(s) produto(s) cuja produção o ativo K "facilita", relativamente a um índice geral de preços. Corresponde ao componente a (a variação esperada de preços em relação ao dinheiro) identificado por Keynes como um dos componentes da rentabilidade dos ativos instrumentais(2). Sob alta inflação, os movimentos em a podem resultar em expressivas perdas ou ganhos decorrentes de (como é chamado usualmente) "mudanças de preços relativos".

A análise da preservação do valor da riqueza ao longo da crise econômica brasileira obedeceria a tantos graus de desagregação quantos os julgados convenientes para refletir a liderança e a capacidade de antecipar preços dos produtos dos diversos ativos de capital. Seria legítimo tomar segmentos de preços rígidos e preços flexíveis (fixprices e flexprices) para ilustrar o risco que se apresenta sob alta inflação em casos como o do setor agrícola, razão

(1) Onde:

$\sum_k R_k$ = $(1+r) a$ - é o rendimento "real" do capital: r é a rentabilidade sobre o capital e a é a variação de preços dos produtos produzidos por K.

K é o valor escritural do estoque inicial do capital.

I_t = investimento líquido (da depreciação) do período.

t

(2) Keynes, J.H. (1.970), Cap. 17.

para que fosse excluído do crédito privado e passasse a requerer maior proteção do governo, sob a forma de acesso e subsídio ao crédito, garantia de preço, etc. Ou ainda, para salientar o poder oligopólico, sob variadas estruturas de mercado.

Mas a discriminação básica que corresponde ao ajustamento da economia brasileira nos anos 80 é entre ativos para produção para exportação e ativos voltados à produção doméstica.

Devemos supor, em primeiro lugar, algum grau de substituição entre os dois. Isto porque não é uma propriedade intrínseca a eles o que os diferencia. Com efeito, salvo em casos particulares, perfeitamente distinguíveis na economia, a acumulação de ativos reais durante a crise econômica brasileira não se fez exclusivamente para servir à produção para exportação. Os "setores de exportação" constituem muito mais uma força de expressão para os segmentos que, em sua maioria, desdobraram a partir da produção para mercado doméstico uma projeção para o mercado externo. Isto se aplica particularmente aos bens industrializados. Seria distinto se estivéssemos tratando de uma típica economia "plataforma de exportação". A classificação - ativos de exportação e ativos voltados à produção doméstica - não pode corresponder, portanto, à uma classificação setorial rigorosa, mas sim, predominantemente, ao uso dos ativos.

Há limites evidentes à substituição ampla entre os ativos. A sociedade "não poderia viver do ar" (parafraseando Marx),

como no caso hipotético de direcionamento exclusivo dos ativos para a exportação.

Tomemos um dos tipos de ativos, os de exportação.

Uma expressão para o lucro líquido corrente seria:

$$(1) \quad \frac{P'}{X} = \frac{P}{X} - \frac{r}{X} \frac{\pi}{X} \frac{D^0}{X} \quad (1)$$

A rentabilidade líquida sobre o capital total (K) é:

$$(2) \quad \frac{P''}{X} = \frac{P}{X} - \frac{r}{X} \frac{\pi}{X} e \quad (2)$$

(1) Onde:

$\frac{P}{X}$ é o lucro bruto real.

r

é a taxa de juros.

$\frac{\pi}{X}$

é a relação entre o índice que serve de indexador da dívida e o índice de preços particular dos produtos produzidos pelos ativos de exportação.

D^0

é o valor nominal inicial da dívida.

X

(2) Onde:

P''

é a rentabilidade líquida (P'/K)

X

X

P é a rentabilidade bruta (P/X)

X

X

e

é a taxa de endividamento (D/K)

X

X

A rentabilidade bruta em um determinado período pode ser definida como:

$$(2') \quad \hat{P}_x = m_x \cdot \frac{\frac{S}{x}}{K_x} - \frac{\frac{C}{x}}{K_x} \quad (1)$$

Podemos ainda considerar que $\hat{P}_x$ deva levar em conta a relação de preços $\hat{P}_x / P_x$ (ou seja, a relação de preços dos produtos de exportação com relação a um índice de preços internos que reflita a inflação doméstica), para se chegar a um conceito de taxa de lucro "real" dos ativos de exportação. Vamos considerar que m_x reflita isto, na forma de m'_x :

$$\hat{P}_x = m'_x \cdot \frac{\frac{S}{x}}{K_x} - \frac{C'_x}{K_x} \quad (2)$$

(1) Onde:

m_x é a margem de lucro por unidade vendida (margem do custo primário).

S_x representa as vendas.

C_x é o custo fixo.

(2) Onde:

m'_x é a "margem real" de lucro ($m'_x = m_x \cdot \frac{P_x}{P}$)

$C'_x = \frac{C_x}{K_x}$, supostamente é fixo.

)

Seguindo Steindl(1), podemos substituir $\frac{S_x}{K_x}$ por $\frac{u_x}{v_x}$ (u_x é o grau de utilização da capacidade e v_x é a intensidade do capital)(2). Esta última pode ser considerada como um parâmetro, ou sem uma tendência definida na trajetória do ajustamento brasileiro, de forma que:

$$P_x = F_x(m'_x, u_x), e$$

$$(3) \quad P_x = F_x(m'_x, u_x) - r_x \Pi_x e$$

Correspondentemente, para os ativos para produção doméstica, teremos:

$$P_d = F_d(m'_d, u_d), e$$

$$(3') \quad P_d = F_d(m'_d, u_d) - r_d \Pi_d e$$

(1) Steindl, J. (1.983), Cap. IX

(2)

$\frac{S_x}{K_x} = \frac{S_x}{H_x} \cdot \frac{H_x}{K_x}$, onde H_x é a produção à plena capacidade.
 $\frac{S_x}{K_x} = \frac{S_x}{H_x} \cdot \frac{H_x}{K_x}$

A taxa de lucro líquida sobre o capital depende da margem de lucro "real" e das vendas (se o capital é o dado) ou do grau de utilização. Depende também das condições financeiras que regem a taxa de juros, o grau de endividamento e os indexadores das dívidas.

Consideremos, a princípio, semelhantes as condições financeiras (expressas em r , π e e) para ambos os tipos de ativos. O principal diferenciador dos ativos de exportação com relação aos ativos domésticos segundo o padrão que vigorou ao longo da crise brasileira é o maior grau de certeza quanto às condições de rentabilidade e de risco dos ativos do primeiro tipo.

Este grau de certeza diz respeito às condições em uso dos ativos de capital. Os ativos de exportação desfrutaram de maior confiança na proteção dos preços. Dado o preço internacional, o valor na moeda nacional de um produto de exportação varia com o índice da taxa de câmbio. A produção para exportação é indexada ao câmbio, em outros palavras. Disto resultaram três vantagens importantes:

a) tratava-se do único preço indexado com certa independência de condicionantes do mercado interno, este submetido a incertezas como a de uma recessão ou reviravolta da política econômica.

b) a inflexibilidade quanto às transferências de recursos ao exterior a que o país esteve submetido desde o início da crise da dívida, bem

como o seu afastamento do crédito externo, que vigorou até o início dos anos 90, asseguraram que as variações esperadas de preços dos produtos de exportação correspondessem pelo menos, ao índice interno de preços, o indexador que predominou para a taxa de câmbio ao longo da década de 80.

c) a periodicidade com que os ativos de capital puderam contar para atualização de preços é de crucial importância; ela coincide com as desvalorizações cambiais que apresentaram desde a criação do sistema de mini-desvalorizações em 1968, uma frequência maior de reajustes do que os preços dos produtos domésticos. A correção diária, introduzida em 1.985, configurou uma indexação, neste particular, ainda mais perfeita.

Quanto mais alta a taxa de inflação, maior a vantagem esperada relativa de proteção dos ativos de exportação (1) e, dado o diferencial dos tempos de indexação de câmbio e salários (além de matérias-primas adquiridas internamente), maior também a proteção da relação câmbio/salários, um indicador da margem de lucro "real" dos ativos de exportação.

Devido aos mesmos constrangimentos externos, as vendas para o mercado exterior podiam desfrutar também de maior grau de certeza. As condições que prevaleceram na economia mundial desde 1.983

(1) Diferentemente de uma aceleração da taxa de inflação quando colocava-se o risco de que a taxa de câmbio (como de resto as demais taxas e indexadores) não acompanhasse a aceleração dos preços.

aliadas, novamente, aos compromissos financeiros externos do país e a ruptura do crédito externo, afiançaram mais esta vantagem relativa, aqui preenchendo o requisito de menor risco de produzir para exportação. Isto equivale a dizer que prevaleceu um mais baixo risco empresarial em colocar em uso ativos para exportação. Sobre a produção para mercado doméstico pairou permanentemente a dúvida de que a flagrante instabilidade da economia nos 80 pudesse frustrar mesmo as expectativas de curto prazo quando ao grau de utilização dos ativos.

Em suma, entre os dois ativos interpôs-se um diferencial de custo de uso (1). Em maior grau, uma decisão presente de colocar em uso o capital instrumental para produção doméstica poderia representar a renúncia de lucro futuro, dado o risco e a incerteza presentes na produção para mercado doméstico em uma escala maior do que o uso do capital para fins de exportação.

(1) Sobre o conceito de custo de uso, ver Keynes, J.M.(1.970), Cap.4 e também Kandir, A.(1.990), Cap.4.

2.2- A Composição dos Mercados

Estas vantagens de proteção não se traduziam em um boom de investimento para a formação de novos ativos. Isto deveu-se, primeiramente, a que estas vantagens são restritas às expectativas de curto prazo (decisões de produção) e, em segundo lugar, porque há substituição entre ativos. Muitos economistas contavam com uma recuperação dos investimentos na economia a partir do estímulo da produção para o mercado externo. Esperavam que isso suplantasse a relativa paralisia dos investimentos ditada pela indeterminação das avaliações internas sobre as antecipações de longo prazo. De fato, assistiu-se a um aumento das inversões nos casos de alguns setores e uma limitada execução de investimentos com o objetivo da modernização e de adequação dos ativos de capital aos requerimentos do mercado externo. Mas a estratégia empresarial predominante pautou-se por reduzir os investimentos, sobretudo os de ampliação ou nova capacidade, o que tinha um significado importante: preservar certa escassez do capital global para defender o seu grau de utilização. Habilitou-se então ao benefício das vantagens de proteção da produção para o mercado externo para compor um nível médio mais baixo de risco nas decisões de produção, resguardando-se da instabilidade da economia doméstica pela graduação, na margem, do direcionamento dos ativos entre produção interna e para mercado externo. A isto se limitou a "internacionalização" de nossa estrutura empresarial a partir do ajustamento da economia brasileira.

A diversificação dos negócios, com projeções diferenciadas nos mercados externo e interno, permitiu um grau superior de proteção ao capital, mas, ao mesmo tempo, tratava-se de uma estratégia excludente por exigir uma organização empresarial relativamente avançada. Podemos então considerar que a "composição dos mercados" serviu como um mecanismo a mais de ajuste e de concentração do grande capital. Na diversificação do grande capital, jogou um papel de suma relevância a "internacionalização", entendida como uma reação da empresa-líder visando uma maior expressão de suas vendas no mercado externo. Isto se deu diretamente através da empresa-líder, ou pela diversificação (ou ampliação) do grupo mediante participações em outras empresas.

Uma condição a mais era exigida para que operasse na margem a "composição de mercados". O preço de oferta dos produtos fabricados com vistas ao mercado doméstico deveria incluir uma taxa de risco sobre o rendimento esperado, exprimindo o custo de uso relativamente maior dos ativos voltados para este fim. Cabe observar que a deteriorização dos padrões de risco empresarial colocava-se como algo inevitável, pois se impunham os determinantes das transferências vultuosas de recursos para o exterior e do não acesso ao crédito externo, fatores que internamente se traduziram em indexação privilegiada do câmbio.

A incerteza e o risco podiam apenas ser compensados do ponto de vista microeconômico (ou "socializados") através de uma

formação de preços dos produtos para mercado interno que resultasse em flexibilidade e em nível de mark-up capazes de ir assegurando a igualação, na margem, da retribuição pelo uso dos ativos deslocados para a produção doméstica com relação aos ativos utilizados para a produção para mercado externo. Do contrário, vale dizer, se o mecanismo de preços não operasse desta forma e não fosse possível flexibilizar as margens de lucro, e dada a impossibilidade social (e certamente a incapacidade de absorção do mercado externo) de direcionamento de todo o estoque de ativos à exportação (como se todos os produtos pudessem ser tradables), então apenas uma profunda recessão e um processo de liquidação dos ativos de não-tradables poderia restaurar o equilíbrio. Devemos reforçar um ponto: o de que na hipótese acima a restauração das relações de rentabilidade e risco entre os ativos seria processada através dos preços dos ativos (ou preços de demanda), e não através dos preços dos produtos (o resultado do uso) que os ativos do capital real "facilitam". O mecanismo de preços de produção em lugar à liquidação dos ativos foi possibilitado na economia brasileira pelas condições macroeconômicas que defenderam o lucro agregado e a acumulação de direitos sobre a riqueza por parte das grandes empresas. Foi possível também porque o grande capital ampliou seu poder sobre a fixação de margens e promoveu a composição dos mercados ao longo do ajustamentos e da crise.

Devemos considerar este mecanismo de preços da produção corrente, que atuou como regulador do custo de uso relativo dos ativos para produção doméstica e exportação, como um fator de dolarização da economia, já que os preços internos deveriam se adequar

às vantagens e certezas maiores dos ativos do segundo tipo. Podemos representar essas vantagens e certezas em C , o índice de taxa de câmbio. Então, em termos da expressão (3'), m' , o mark-up "real" desejado da produção doméstica, é função de C .

Se o mecanismo de preços operou desta forma podemos ainda dizer que o grau de utilização para ambos os tipos de ativos (u e u_d) passa a depender da composição de mercados.

Há ainda um motivo adicional de vantagem do uso do capital para a exportação: a produção para exportação pôde prescindir de parâmetros de antecipação de custos para proteção das margens de lucro de variações imprevistas durante o período de produção. O nível e a velocidade da inflação introduzem este tipo de risco, a menos da indexação frequente e com grau de "perfeição" esperado do câmbio. Ao longo da crise, todos os setores de produção para mercado interno ou externo procuraram aperfeiçoar expedientes de redução do tempo de produção (que aqui deve ser entendido no sentido amplo, envolvendo a circulação). Estes são os casos da regulação dos estoques e do encurtamento dos prazos de venda, mas, como devemos advertir, o período de produção propriamente é, por fatores técnicos, até certo ponto incompressível. Por estas razões, o critério de custos correntes sobre os quais se aplicava um mark-up fixo para a formação dos preços das mercadorias não poderia ser mantido, exceto sob o risco elevadíssimo (e crescente com a velocidade da inflação) de quebra de rentabilidade, já que os próprios custos deveriam ser antecipados sob

condições de incerteza. A propósito, o custo de salário com periodicidade de reajuste mensal como vigorou até o Plano Collor, e uma regra de indexação, na prática, defasada, constituía o único item de custo com relativa estabilidade durante o período de produção.

Estamos chamando a atenção para o fato de que na economia brasileira a formação de preços dos bens adaptou-se para impedir que uma crise de liquidação de ativos refletisse integralmente as "forças de mercado". Estas, como herança do ajustamento e da crise da dívida externa, determinaram um profundíssimo reordenamento entre os ativos que formam a riqueza acumulada no país, em termos dos parâmetros que definem as avaliações quanto ao seu valor futuro e dos padrões de liquidez e proteção das várias classes de ativos. Uma crise que poderia atingir grandes proporções somente foi evitada, portanto, porque a sociedade brasileira admitiu um grau acentuado de inflação para preservar os valores patrimoniais privados. Este valores não podiam ser comprovados, vale dizer, os direitos não podiam ser exercidos porque se desvalorizariam; apenas podiam ser confirmados escrituralmente a cada período pela inflação. A inflação, sendo também fonte de ganhos extraordinários de importantes setores na economia, por esta razão tendeu a perpetuar-se como norma em torno da qual se deu a reprodução dos valores e a organização dos interesses empresariais e, além destes, crescentemente, porém de forma desigual, também de demais frações da sociedade. Nesta economia, a negação do valor da moeda foi necessária para afirmar o valor da riqueza, do lucro e até de rendas do trabalho assalariado.

Supusemos equivalentes as condições financeiras entre os dois ativos, o que não corresponde à realidade.

Primeiramente, porque π^x pode ser considerado como o indexador "real" mais perfeito possível. Suponhamos que a indexação das dívidas dos exportadores seja a taxa de câmbio. Mas sendo este também o parâmetro regulador da variação dos preços particulares de exportação, então, π^x tem valor máximo esperado de 1. Isto significa que, para o financiamento dos ativos de exportação, podemos supor a existência de um hedge automático e, portanto, um baixo risco associado a e , o grau de endividamento. No Brasil, desenvolveu-se uma tendência generalizada no sentido de que as empresas reduzissem os índices de endividamento. No caso do financiamento dos ativos de produção doméstica isto correspondeu à busca de proteção contra a instabilidade financeira, da qual os ativos de exportação puderam prescindir.

Em segundo lugar, para a produção para exportação, um fundo finance gerido pelo setor público assegurou ao longo da crise a cobertura de liquidez à produção (o fundo FINEX). Mais ainda: as condições favorecidas de prazo e de juros do fundo incluíam um subsídio. Os ativos de exportação podiam contar, portanto, em seu uso (produção) com liquidez garantida e taxa de juros e condições financeiras vantajosas.

2.3 - As Relações Entre Câmbio e Juros

Formou-se uma relação entre câmbio e juros na economia brasileira após o ajuste do setor externo que devemos agora especificar.

O uso dos ativos para exportação, evidentemente, tem por objetivo a obtenção de um lucro ou uma rentabilidade para o exportador. Com estabilidade dos preços internos e do câmbio este seria o único critério a ser considerado por quem exporta. Sob inflação alta e privilégio da indexação cambial, a capacidade de vendas brutas em moeda forte constitui um atrativo a mais.

Nessas condições, as vendas externas representam um comando sobre uma liquidez, ou melhor, sobre um ativo líquido, que a crise da dívida externa transformou no mais escasso dentre todos os ativos na economia. Convém observar que este ativo preenchia os requisitos apontados por Keynes,⁽¹⁾ para que se tornasse o representante social da riqueza em uma situação de crise profunda: nas condições brasileiras dos anos 80, ele somente podia ser "produzido" sob determinadas condições (exportação), já que o acesso alternativo (atraves dos fluxos de capitais) ficou bloqueado pela crise da dívida; e sua substituição era limitada - não havia outro ativo de produção doméstica que fosse aceito no cumprimento dos compromissos da dívida externa, e a moeda nacional não era conversível.

(1) Keynes, J.M. (1.970), Cap.17.

Nestas condições, sobressai um poder em algum grau existente em qualquer economia de moeda nacional inconvertível: o poder dos detentores dos ativos de exportação. A crise da dívida e a concentração no Estado dos compromissos de pagamento de juros ao exterior transformou este poder em poder privado (porque era predominantemente privada a posse dos ativos de exportação) e mais ainda, virtualmente um poder monopólico face ao Estado (este, o devedor).

O que foi dito acima não depende de supostos acerca de práticas e expedientes sobre a acumulação de saldos diretamente em moeda estrangeira por quem exporta, como no sub-faturamento de exportações. É verdade que isto abria uma dupla possibilidade: uma adicional fonte de ganho ao exportador se esses saldos eram reconvertidos à moeda nacional através do mercado paralelo (o lucro extra neste caso, sendo proporcional ao ágio do paralelo sobre a cotação oficial) ou permitia a preservação de riqueza diretamente em moeda forte. Ambas são modalidades de fuga de capital que no caso brasileiro, como em outros países submetidos à crise da dívida externa, alcançou cifras elevadas segundo diversas avaliações, que, no entanto, são muito desconhecidas. O ponto a ser salientado independe de práticas ilegais que levem a isto. O poder de produzir "o bem escasso" é do exportador e está referido às suas vendas brutas, não ao seu lucro particular. Pensando em um regime cambial livre, as vendas brutas o habilitariam a arbitrar suas receitas e gastos entre moedas fortes (dólar) e fracas (cruzeiro, cruzado e cruzado novo), uma vantagem de outro tipo.

Seria impossível sob o regime cambial que prevaleceu no Brasil nos anos 80, a geração de saldos comerciais tão elevados e durante seguidos anos, sem que fosse assegurado ao exportador condições financeiras internas correspondentes (ao menos em algum grau) à posse direta da moeda de exportação. Haveria uma pressão talvez irresistível para a liberação do câmbio, ou ao menos, para que as desvalorizações cambiais aproximassem o câmbio oficial à cotação de um "câmbio livre". Em ambos os casos, o impacto inflacionário poderia ser tão brutal, que talvez tivesse determinado desde muito antes um processo hiperinflacionário na economia.

Eis uma dimensão da questão externa brasileira que não mereceu a devida atenção: as transferências ao exterior concorreram para agravar a crise financeira e de financiamento do setor público, determinaram assimetrias na rentabilidade e risco de ativos, comprometeram a produção doméstica com a exportação, e impuseram limites à importação, mas, além disso, influenciaram as condições financeiras internas, sobretudo quanto à taxa de juros das aplicações de curtíssimo prazo que, em algum grau, tiveram que corresponder ao prêmio de liquidez e ao rendimento percebidos na posse direta do ativo escasso.

Em grande medida é ilusório o raio de manobra concedida à polícia econômica pela conexão câmbio-juros. Durante a 2ª metade dos 80, foi possível em alguns momentos retardar o câmbio para assim refrear de imediato uma aceleração inflacionária. Mas então as taxas

de juros tenderam a subir e o potencial inflacionário retardado pela medida apresentou-se uma rodada à frente através do agravamento da crise financeira do Estado e do aumento dos preços de oferta dos produtos pressionados pelo maior custo do crédito. Também se pretendeu em algumas ocasiões restringir a liquidez interna dos exportadores e reduzir as taxas de juros de curto prazo, mas aí surgiam pressões para acelerar as desvalorizações cambiais, se não era possível (ou a política econômica não desejava) absorver reduções do saldo comercial e do nível de reservas. A pressão inflacionária, neste caso, vinha do outro lado e de qualquer forma a política econômica se depararia com um outro dilema: o de como enfrentar as prováveis reações dos rentistas (digamos, dos rentistas não-exportadores) ante os mais baixos níveis de liquidez e de taxa de juros.(1)

Como convém frisar, estes são dilemas de política monetária que algum grau podem se apresentar em qualquer economia com níveis elevados de desenvolvimento financeiro e inserção comercial ou financeira importante na economia mundial. Mas a crise de financiamento interno e externo conferiu ao problema uma dimensão muito maior no caso brasileiro. O governo bem que tentou minimizá-la ao criar alternativas de depósitos especiais no Banco Central para os exportadores, oferecendo indexação cambial e taxa de juros equivalentes às taxas internacionais. Mas salvo sob uma perspectiva de desvalorização brusca do câmbio ou de uma conjuntura de taxa de juros internas excepcionalmente baixas, os exportadores via de regra optaram

(1) Para os limites de utilização da política cambial e da taxa de juros, ver Rogers, C. (1.989), Cap.11

pela liquidez e expectativa de ganho no mercado financeiro, em cuja regulação podiam influir, contando neste caso com o apoio da classe rentista em geral.

Há um outro ângulo em que a conexão câmbio-juros pode ser apreendida. A natureza da formação das expectativas de desvalorização cambial em economias em que o câmbio é controlado e que estão alijadas dos fluxos de financiamento externo, ocupa um papel central. As reservas internacionais são antecipadamente consideradas inelásticas às desvalorizações cambiais e ao manejo da taxa de juros interna que não é capaz de estimular o ingresso de capitais. Isto significa que se uma expectativa de desvalorização cambial se confirma não há variação compensatória nas reservas que garanta a estabilidade do câmbio no futuro. Se ela não se confirma, a queda nas reservas sinaliza automaticamente na direção de uma perda de confiança na moeda nacional enquanto padrão de avaliação da riqueza, ameaçando tornar incontrolláveis os movimentos financeiros de dolarização. O Banco Central é obrigado a reagir subindo as taxas de juros, não para incentivar a entrada de capitais e compensar a perda de reservas, mas para evitar a dolarização e a ameaça de ruptura do padrão monetário nacional. Ao invés de acomodar a polarização das antecipações no curso da moeda estrangeira, este movimento aponta para uma inevitável expansão do estoque de quase-moedas e, portanto, da liquidez financeira e, ainda para o avanço da inflação. Nos países endividados da América Latina, durante os anos 80, a inelasticidade das reservas às desvalorizações ou sua extrema sensibilidade aos "atrasos" percebidos do câmbio, juntamente com a ineficácia da taxa de juros na

regulação de novos fluxos de capitais, constituíram fatores decisivos para explicar os fracassos das políticas de estabilização, que não contaram com decisivo apoio externo.

Esta é mais razão para que a indexação que os agentes antecipam para o câmbio fosse considerada a mais perfeita, no sentido de que os possuidores de ativos em dólar, sendo detentores de um monopólio que podiam usar contra o conjunto de sociedade, ameaçavam permanentemente o valor da moeda nacional - seja através da imposição de desvalorizações cambiais ou da exigência de taxas de juros elevadas no plano interno. Câmbio e juros, apresentam um grau de complementariedade para quem detém o poder de gerar liquidez em dólar. O primeiro define o contravalor em moeda nacional de uma dada venda no mercado externo; a segunda, determina o ganho financeiro possível derivado da liquidez gerada.

Podemos agora avançar uma interpretação acerca do papel que teve o mercado paralelo de divisas no Brasil, ao longo dos 80. Um mercado de dimensões reduzidas, cuja influência, no entanto, ampliou-se na medida da gravidade dos dilemas da política monetária e cambial assinalados. O ágio do paralelo sobre o câmbio oficial fornecia uma informação imprecisa, porém difundida, da taxa que os exportadores deixavam de obter por saírem da liquidez na moeda das exportações para a moeda nacional através do câmbio oficial. Alternativamente, indicava o quanto deveria reagir um composto de taxa de câmbio e/ou prêmio de liquidez em aplicações financeiras domésticas

e/ou taxas de juros de curto prazo para que se equiparassem as condições internas e externas de posse do ativo escasso. A avaliação do prêmio potencial do exportador por um mercado restrito e especulativo como o paralelo, conferiu aos dilemas de que temos tratado um conteúdo igualmente especulativo, e às políticas monetária, cambial e de juros, um grau ainda maior de instabilidade(1).

Enfim, devemos estabelecer o que entendemos por "financeirização dos preços": é a generalização da referência à taxa nominal esperada de juros de curtíssimo prazo como critério para os ajustes de preços dos bens. Dado que esta taxa pode ser considerada também a que corresponde ao rendimento esperado da riqueza inativa (em particular na forma das "quase-moedas") e dada ainda a conexão tão estreita que a crise interna e externa determinaram entre câmbio e taxa de juros, este critério atende à condição da formação de preços de atuar compensatóriamente aos diferenciais de risco, proteção e liquidez que se abriram ao longo da crise entre riqueza ativa e inativa e entre o uso de ativos destinados à produção para mercado interno e para exportação. Tal base para a formação de preços introduziu efetivamente uma inércia inflacionária, mas representou também uma forma de dolarização da economia sem a referência direta à moeda estrangeira. A instabilidade das taxas de juros ou a instabilidade financeira de um ponto de vista mais geral, passou a ser incorporada diretamente aos preços, em uma extensão muito maior do que

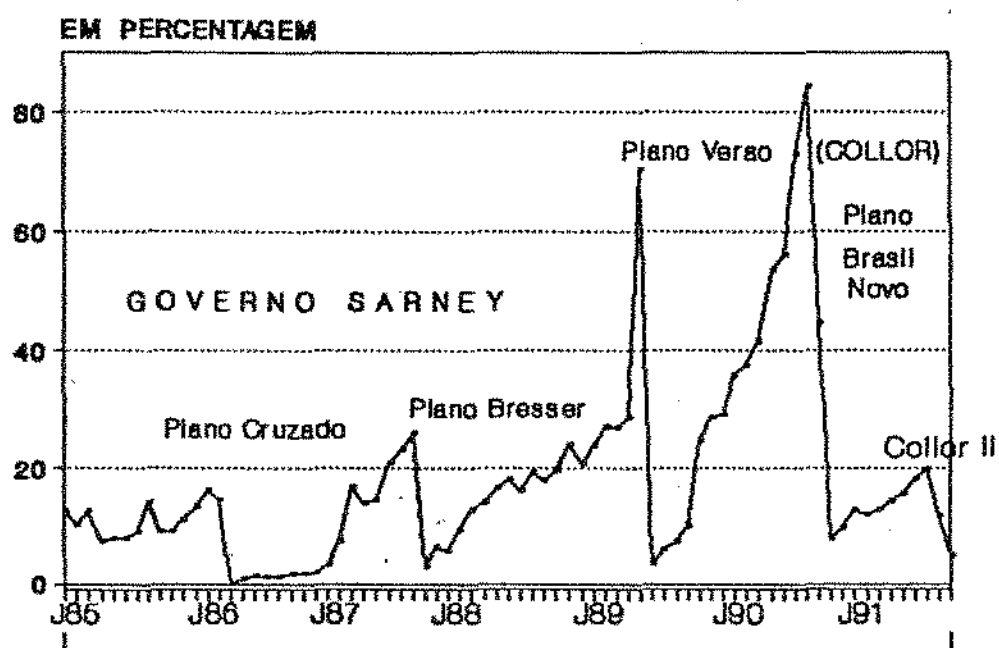
(1) Eis como se comportou o ágio do mercado paralelo em relação ao câmbio oficial:

1.985: 36,3%	1.988: 52,6%
1.986: 59,7%	1.989: 101,1%
1.987: 78,3%	1.990: 29,9%

o impacto dos encargos financeiros sobre o custo de produção. Podemos considerar isto como um sintoma de que o critério keynesiano do "custo de uso" dos ativos generaliza-se e domina a formação de preços.

Como devemos lembrar, este custo a sociedade brasileira foi obrigada a arcar para que as decisões passadas de acumulação de riqueza privada fossem correntemente legitimadas na ausência dos padrões adequados às economias capitalistas para a avaliação dos valores patrimoniais. O outro ponto a ser lembrado é que coube ao Estado absorver em primeira instância o ônus apontado acima, dada sua condição de gestor da moeda ou, no caso, das "quase-moedas". É evidente a tendência à aceleração inflacionária ao longo da crise, somente interrompida momentaneamente pela aplicação de "choques".

INFLACAO OFICIAL



3 - A POLARIZAÇÃO DA RIQUEZA E A CRISE DA GESTÃO MONETÁRIA

Entre os ativos financeiros podemos admitir a hipótese de substituição. Esta é uma decorrência da própria natureza destes ativos, em que o retorno à forma dinheiro é assegurado, seja contratualmente como no caso das aplicações a juros, ou através da organização de mercados para negociação à vista dos títulos, como ocorre com as aplicações "de risco". Em outras palavras, o "afastamento" da liquidez no caso dos ativos financeiros é uma função exclusivamente do tempo - o prazo de vencimento da aplicação, característico dos ativos a juros, ou o prazo médio de negociação dos mercados spot para as aplicações "de risco". A acumulação de ativos reais não é acompanhada de garantia de retorno datado à liquidez, nem os mercados estão organizados para se prestarem, em geral, à sua pronta negociação. Esta diferença configuraria uma desvantagem aos ativos que compõem a riqueza real, mas compensatoriamente eles detêm a propriedade reprodutora, o que abre uma dupla possibilidade de preservação de seu valor sob a forma social da riqueza (vale dizer, no dinheiro): a) regular, através do fluxo da produção corrente, a escassez ou a redundância relativas dos ativos reprodutivos; b) proteger seu valor através da fixação dos preços dos bens para cuja produção estes ativos servem. O risco típico que se apresenta ao detentor de ativos reais é o de que estas alternativas não bastem para confirmar as estimativas feitas no início de cada período de produção. No Brasil, ao longo dos anos 80, foram necessárias uma gravíssima retração dos investimentos (uma paralisação relativa dos fluxos líquidos da nova riqueza real) o que se traduziu na queda da taxa de

investimento da economia, e uma forte reação dos preços da produção corrente, para "ajustar" o estoque de capital real à rentabilidade esperada por seus detentores.

O retorno à liquidez, nas formas já descritas para os ativos financeiros, permite a revisão periódica das decisões de portfólio, de maneira que é possível evitar para estes ativos o risco típico do capital real. Mas persiste a ameaça de que alterações em variáveis não controladas diretamente por seus detentores se apresentem antes do retorno à liquidez. Inadimplência do devedor e variações nas taxas de juros ou mudanças bruscas nas condições de negociação dos mercados spot são fatores de risco, diante dos quais são desenvolvidos mecanismos formais de salvaguarda (garantia) e técnicas de diversificação e proteção (hedge) de aplicações. Historicamente, porém, os ativos financeiros sempre estiveram sujeitos à desvalorização provocada pela inflação. O risco da inflação nos mercados financeiros internacionais e no Brasil vem sendo neutralizado por certos expedientes, tais como as taxas flutuantes de juros e pela indexação, que pretendem garantir o poder de compra dos ativos financeiros.

É importante sublinhar que em economias onde há mercados financeiros desenvolvidos, a acumulação de riqueza financeira se distribui por uma variedade de títulos e valores, englobando a moeda, tipos variados de aplicações a juros e títulos de risco com distintos graus esperados de proteção e rentabilidade. Como proteção e

rentabilidade devem ser antecipados para os períodos de liquidez (vale dizer, pelo tempo de permanência dos títulos em carteira), cada agente detentor de riqueza financeira "escolhe" sua própria carteira de ativos. Em suma, há uma diversidade de opiniões que em um modelo simplificado de dois ativos - moeda e títulos a juros - pode ser retratada, como Keynes o fez(1), segundo as opiniões dos pólos "baixista" - formado por aqueles que antecipam o aumento da taxa de juros e a queda dos preços dos títulos - e "altista", constituído por aqueles que preveem a queda da taxa de juros e a consequente elevação dos preços dos títulos. A efetividade da política monetária vai depender da existência desta diversidade de opiniões; ela será eficaz se, através da taxa de juros, conseguir regular as opiniões predominantes nestes pólos e, desta forma, induzir mudanças na composição dos portfólios. Não seria possível reduzir a taxa de juros, por exemplo, se todos estão perfilados e firmemente concentrados nas expectativas "baixistas".

Para retratar o período da crise monetária brasileira vamos considerar os seguintes ativos: moeda, ou o "dinheiro velho" (M), quase-moedas (Q), títulos a juros (T) e valores negociados em mercados soft (V), como ouro e dólar paralelo (ou, com algumas adaptações, as ações negociadas em Bolsa). Devemos admitir alta substituição entre eles. A aquisição de um determinado ativo obedece ao critério da sua valorização real esperada em um certo período, (suponhamos que seja um curto período), cálculo que vai depender da avaliação do rendimento próprio do ativo, da cobertura que ele promete

(1) Keynes, J.M. (1.979), Cap. 15.

para o risco da inflação e o risco puro de capital (ignoremos o risco de inadimplência do devedor. O valor real esperado da posse de um ativo (J) pode então ser definido como:

$$W_j = \pi_j^o \cdot J_j$$
 (W é o valor real realizável esperado para a posse do ativo J; π_j^o é o preço real esperado no vencimento ou liquidação do ativo J e J_j é o valor nominal da aplicação no início do período).
constitui o critério fundamental de revisão das posições de carteira.

Para cada um dos tipos que selecionamos o preço real esperado π_j^o apresenta características particulares:

- para a moeda, equivale simplesmente ao inverso do índice de preços esperado:
$$\pi_m^o = \frac{1}{p}$$

- para os títulos a juros, depende do rendimento nominal que a aplicação promete, da eficácia que se atribui à indexação e da avaliação do risco de variação das taxas de juros durante o período contratual, fator que pode determinar perda de capital:

$$\pi_T^o = \frac{r_T}{P_T} \cdot q_T$$
 (r_T é o índice que avalia o rendimento global do título, incluída uma parcela de correção monetária além da taxa de juros das aplicações a prazo, e q_T é o índice de variação esperada do valor nominal do título para negociação ou resgate antes do prazo de vencimento).

- para os valores negociados em mercados à vista, depende da variação real esperada dos preços spot do ativo $\pi_v = \frac{q_v}{p_v}$ (q_v é o índice antecipado de preço spot futuro do ativo).

- para as quase-moedas, onde se supõe que não haja risco de capital devido ao prazo reduzido de iliquidez, é função da taxa real de juros esperada de curtíssimo prazo: $\pi_Q = \frac{r_{cp}}{p_{cp}}$ (r_{cp} é a taxa nominal de juros de curto prazo).

O que se assistiu na economia brasileira ao longo dos anos 80 foi a progressiva incapacidade de formação das antecipações dos preços esperados (π_j) e, conseqüentemente, dos valores esperados dos ativos financeiros. Em todos os casos, o problema apresentou-se na forma de crescente dúvida sobre o rendimento esperado dos ativos diante da evolução dos preços. O rendimento se revelava de difícil previsão nos períodos mais longos e as eventuais perdas de capital estiveram sujeitas à instabilidade acentuada das taxas de juros. Isto equivale a dizer que, no caso dos títulos a juros, apropriados à intermediação financeira (ativo T), e dos haveres negociados em mercado (ativo V), os valores de $\frac{r}{p}$, q_t e $\frac{q_v}{p}$ poderiam sofrer inesperada e substancial queda. Para a moeda (ativo M) podemos considerar que havia um alto grau de certeza, mas neste caso de perda do valor do ativo proporcionalmente à taxa de inflação esperada.

Cabe advertir que o risco de desvalorização dos ativos financeiros estaria presente (embora fosse menor), mesmo na hipótese de estabilidade da taxa de inflação, bastando que ela se sustentasse em um nível elevado. O que a persistente aceleração inflacionária observada durante os anos 80 introduziu foi um componente adicional de incerteza nas antecipações dos preços e na utilização dos indexadores.

Devemos ainda observar que a indexação formal, mesmo na modalidade pós-fixada, não se sustenta enquanto fator de estabilização das antecipações se a inflação é alta e, menos ainda, se está sob constante ameaça de aceleração. Isto se deve ao risco de mudança de indexador, de expurgos, pre-fixações ou perdas derivadas da aplicação dos "choques" anti-inflacionários. Sob inflação muito elevada e forte tendência de aceleração, surge um outro motivo de agravamento de incerteza: as defassagens entre o período de coleta dos preços que servem de referência ao indexador e os preços atualmente praticados. Portanto, sob aguda instabilidade de preços, a indexação é necessariamente imperfeita.

As quase-moedas (ativo Q), sobretudo na forma da "moeda indexada", se distinguem dos demais ativos não só pelo rendimento que prometem, mas, antes de mais nada, pela sua elevada liquidez. Nas condições descritas, a "moeda indexada" passou a se constituir na única forma existente no mercado financeiro brasileiro de proteção do valor da riqueza financeira. A impossibilidade de se proceder às antecipações com um mínimo grau de certeza obrigou à concentração das

decisões de acumulação financeira na "moeda indexada". O suposto implícito era o de que seria possível a qualquer momento rever a decisão e alterar correspondentemente a composição do portfólio. Em outras palavras, $\frac{r_{cp}}{p}$ correspondia ao preço real que podia ser previsto com a maior certeza dada a possibilidade de revisão rápida da posição, com o menor risco de perda de capital.

Desta forma, as quase-moedas tenderam a absorver crescentemente a riqueza financeira, inclusive no caso dos agentes cuja estrutura de recursos comportaria aplicações de risco ou a prazo mais dilatados. Isso explica a grave desintermediação financeira ocorrida no Brasil nos anos 80. Por outro lado, os "aperfeiçoamentos" que foram introduzidos por bancos e pelo Estado nas quase-moedas levou à submissão da demanda da moeda para transações às motivações especulativas. O deslocamento das carteiras e da demanda de moeda para as quase-moedas foi, por estas razões, quase integral. Restaram apenas posições pouco expressivas na "moeda velha" (ativo M) e em valores (ativo V). Os ativos a juros que serviam à intermediação financeira (ativo T), virtualmente desapareceram ou perderam suas características de instrumento de intermediação para se transformarem em quase-moedas.

Devemos ressaltar as mudanças decisivas que tiveram lugar no sistema financeiro a partir do processo descrito acima:

a) a intermediação financeira regrediu aos padrões anteriores às reformas bancárias e financeiras de meados dos 60. Os títulos da dívida pública, como já vimos, deixaram de servir ao financiamento do setor público para lastrearem a "moeda indexada".

Tabela 7

ESTRUTURA DOS ATIVOS FINANCEIROS
(%)

	:PAPEL- : MOEDA	:DEP. A : VISTA	:TÍT. DIV. : PÚBLICA : FEDERAL	: DEP. : DE :POUPANÇA	: DEP. : A : PRAZO	:LETRAS : DE :CAMBIO(*)	:TÍT.DIV. : EST. E : MUNIC.	: TOTAL
:DEZ/1980	: 7,1	: 27,7	: 14,8	: 23,9	: 15,6	: 7,1	: 3,5	: 100,0
:DEZ/1981	: 5,4	: 20,5	: 22,2	: 25,8	: 16,2	: 5,3	: 4,1	: 100,0
:DEZ/1982	: 4,8	: 15,5	: 22,6	: 27,1	: 16,4	: 8,6	: 4,3	: 100,0
:DEZ/1983	: 3,5	: 12,8	: 17,3	: 34,2	: 18,2	: 9,0	: 4,7	: 100,0
:DEZ/1984	: 3,1	: 10,0	: 25,0	: 30,7	: 19,5	: 7,3	: 4,3	: 100,0
:DEZ/1985	: 3,0	: 10,7	: 30,7	: 27,6	: 18,2	: 5,4	: 4,4	: 100,0
:DEZ/1986	: 5,3	: 22,9	: 22,4	: 20,5	: 22,1	: 3,0	: 3,8	: 100,0
:DEZ/1987	: 3,5	: 11,3	: 32,9	: 31,7	: 13,8	: 1,0	: 5,7	: 100,0
:DEZ/1988	: 2,4	: 6,0	: 39,7	: 32,5	: 13,8	: 0,6	: 4,8	: 100,0
:DEZ/1989	: 2,9	: 4,7	: 50,1	: 22,3	: 10,5	: 1,0	: 8,5	: 100,0
:FEV/1990	: 1,8	: 4,5	: 50,2	: 25,5	: 6,9	: 0,7	: 10,4	: 100,0
:FEV/1990	: 67	: 164	: 1.843	: 937	: 255	: 21	: 383	: 3.672
: (Cr\$ BILHÕES)								
:FEV/1990 (**)	: 2,2	: 5,4	: 60,4	: 30,7	: 8,4	: 0,7	: 12,6	: 120,4
: (US\$ BILHÕES)								

Fonte: Banco Central

(*) Inclui Letras Hipotecárias

(**) Conversão pela cotação do dólar oficial

b) a clássica segmentação da demanda de moeda pelos motivos transação, precaução e especulação perdeu sentido. Todos os motivos foram absorvidos pela demanda de "moeda indexada", que é essencialmente especulativa.

c) as instituições, empresas e indivíduos formadores de posições financeiras passaram a atuar como se todos fossem agentes "fluidos" (a expressão é de Hicks)(1). A formação de posições "sólidas" no aguardo de retorno a longo prazo, poderia causar perdas irreversíveis, dada a instabilidade da economia. Preservar a liquidez para antecipar possíveis mudanças do quadro financeiro é a estratégia típica do agente "fluido", que foi dominando todas as ações, de pequenos ou grandes investidores, aplicadores individuais ou institucionais.

Esta situação ou estado das expectativas corresponde, de um ponto de vista keynesiano, à constatação de que vai se formando uma preferência absoluta pela liquidez, concentrada nas quase-moedas, ou uma polarização radical das opiniões e antecipações financeiras, onde todos se tornam "baixistas". Isto tem consequências importantes sobre os limites da gestão monetária e o manejo da taxa de juros pelo Banco Central.

Ao lado da polarização da riqueza financeira nas quase-moedas, os demais ativos e mercados tiveram suas dimensões restringidas. Mas a despeito disto, passam a cumprir papéis

(1) Hicks, J. (1.990), Cap.8

importantes. O pequeno estoque de moeda passa a servir de base ao lucro inflacionário que os bancos disputam entre si, enquanto os mercados de risco passam a ser o "locus" por excelência da especulação financeira. Nas condições brasileiras dos 80 e início dos 90, estes mercados exerceram internamente um papel semelhante ao da especulação cambial na formação do valor externo da moeda, fornecendo uma sinalização para a fixação de taxa de juros de curtíssimo prazo, no nível que seria necessário para preservar o valor esperado da "moeda indexada" e, assim, manter as posições neste ativo. O poder e a ressonância da sinalização originária destes mercados relaciona-se diretamente com sua reduzida dimensão, diante da dimensão dos direitos acumulados sob a forma líquida e protegida da riqueza. Isto significa que se a gestão monetária tentasse resistir ao ajuste das taxas de juros, um deslocamento ainda que marginal das quase-moedas para os mercados de risco - incentivado pela expectativa de valorização induzida pelos intermediários financeiros - somente poderia ser absorvido por um aumento das cotações. Este foi o movimento que referendou o ganho especulativo dos operadores destes mercados e que amparou a proliferação de instituições financeiras neste ramo. Dele resultou uma pronunciada instabilidade das cotações e dos rendimentos auferidos no mercado financeiro. Por outro lado, a percepção de que a reação dos preços spot viesse a ser muito forte, de sorte a contaminar outros preços e valores (casos dos bens estocáveis, como matérias-primas e bens duráveis, imóveis e até terras), poderia detonar uma corrida para a formação de posições em ativos reais e bens, levando à destruição das quase-moedas. Isto equivaleria a uma ruptura definitiva do padrão monetário já que nem mesmo as quase-moedas ou a "moeda indexada" seriam capazes de preservar a

Tabela 8

RENDIMENTO DAS APLICAÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO

(2)

	BOLSA	BOLSA	CON	POUPANÇA	OVER	GOV	DOLAR	INFLAÇÃO	CORREÇÃO
	SP	RJ	60 DIAS		NIGHT	(FÍSICO)	PARALELO	OFICIAL	CAMBIAL
			PRE-FIX.					(NOMINAL)	
1986 - ACUMULADO									
NOMINAL	41,3	(4,7):	61,4	62,4	71,1	171,9	71,1	62,4	42,2
REAL	(13,0):	(41,3):	(0,6):	0,0	5,9	67,4	5,9	-	(12,3):
1987 - ACUMULADO									
NOMINAL	34,9	75,3	407,4	427,2	353,4	322,2	243,7	366,0	380,0
REAL	(71,1)	(62,4):	8,9	13,1	(2,7):	(9,4):	(26,2):	-	3,0
1988 - ACUMULADO									
NOMINAL	2.549,5	2.262,4	977,7	997,3	950,8	1.005,7	1.104,3	933,6	934,5
REAL	156,3	128,6	4,3	6,2	1,7	7,0	24,3	-	0,1
1989									
JAN	(42,5):	(40,0):	(41,3):	(27,8):	(27,9):	(29,1):	(24,6):	70,3	22,4
FEB	48,3	43,0	15,7	14,8	14,8	3,5	5,2	3,6	(3,5):
MAR	38,1	31,1	8,4	13,5	12,8	6,4	4,2	6,1	(5,7):
ABR	49,0	48,9	5,5	3,9	3,1	19,7	19,0	7,3	(3,8):
MAI	(2,3):	(4,0):	5,7	0,5	0,5	12,8	19,0	9,9	1,6
JUN	(53,5):	(50,8):	3,7	0,5	0,8	(13,9):	(14,5):	24,8	5,5
JUL	31,6	29,6	5,1	0,5	2,1	(7,7):	(10,6):	28,8	11,3
AGO	(4,1):	(5,7):	5,1	0,5	3,0	(10,3):	(4,4):	29,3	0,0
SET	8,5	4,9	3,6	0,5	1,1	23,3	12,7	36,0	(0,3):
OUT	10,0	8,9	5,9	0,5	4,7	13,0	15,3	37,8	0,0
NOV	(35,7):	(25,8):	7,8	0,5	3,2	(12,8):	(15,2):	41,4	(0,3):
DEZ	28,4	33,9	8,2	0,5	4,8	17,4	22,7	53,6	0,4
ACUMULADO									
NOMINAL	1.762,0	1.930,0	2.141,0	1.798,0	2.087,0	1.902,0	2.020,0	1.765,0	1.408,0
REAL	(0,1):	8,9	20,2	1,8	17,3	7,3	13,7	-	(19,1):

Fonte: Gazeta Mercantil

(*) Inclui Letras Hipotecárias

(**) Conversão pela cotação do dólar oficial

confiança dos agentes. Na hiperinflação esta confiança deixa de existir, o que leva cada detentor de riqueza, como último recurso, a formar estoques em ativos "fortes" ou simplesmente em bens, inclusive bens de consumo (1).

O mesmo processo poderia ser desencadeado a partir de uma tentativa de monetização da dívida pública com propósito de reduzir o déficit financeiro do setor público ou por um rebaixamento deliberado das taxas de juros com o objetivo de guiar as expectativas de preços. Se as expectativas não se alterassem imediatamente, considerados os tamanhos relativos dos mercados, a ação dos operadores financeiros induziria reações dos agentes "fluidos". Isto poderia detonar a temida "onda de desconfiança", a menos que o gestor da moeda recuasse em seus propósitos de "estabilização" e, de novo, reafirmasse o valor da "moeda indexada". Por isto, passaram a ser permanentes, por razões estritamente monetárias, as tendências que se verificavam na economia brasileira de aumento dos custos financeiros nos orçamentos públicos e de crescimento da dívida pública. O tamanho da dívida em relação ao PIB nunca foi o fator relevante para a avaliação dos riscos de uma hiperinflação aberta no Brasil, mas sim a magnitude da riqueza acumulada sob a forma de quase-moedas - lastreadas quase integralmente em títulos públicos - diante dos acanhados mercados alternativos, além da inelasticidade a curto prazo da oferta de novos títulos.

(1) Corresponderia ao "efeito - dissaving", descrito por Hukse para a hiperinflação (especialmente a alemã) nos anos 29. Ver *League of Nations* (1.978).

É neste sentido que a gestão monetária no Brasil perdeu efetividade: ela deixou de ser capaz de guiar as expectativas e determinar as taxa de juros porque ficou prisioneira da polarização da riqueza financeira nas quase-moedas. Esta polarização foi patrocinada como meio de recompor a precária unidade das funções da moeda. Dela passou a se nutrir um mercado financeiro que, sem função intermediadora, especializou-se em especular contra esta falsa unidade. Foi ele quem passou a comandar de fato a política monetária e os movimentos das taxas de juros.

4 - O AUGO DA CRISE MONETÁRIA E A REFORMA DE 1.990

A falsa unidade do padrão monetário brasileiro, propiciada pela "moeda indexada" era o que impedia a explosão de preços em uma hiperinflação. Esta mesma falsa unidade, impunha progressivamente uma dinâmica de preços e dos mercados de ativos cada vez mais perversa. A instabilidade de preços e a ameaça de ruptura eram crescentes. Por outro lado, a atração exercida pelas quase-moedas foi concentrando todo tipo de saldos monetários, poupanças e riqueza financeira, envolvendo todos os agentes: indivíduos e produtores, investidores institucionais, rentistas e especuladores. No auge da crise monetária, todos, na prática, especulavam contra a moeda.

Cabe salientar que esta forma de adaptação à crise tornava impraticável o movimento na direção oposta, vale dizer, um processo que, gradativamente, fosse recompondo os critérios adequados da formação de preços, restaurasse as dimensões relativas dos mercados financeiros e recuperasse os padrões de avaliação e risco da posse das diferentes classes de ativos. Por outro lado, um "efeito riqueza" de enorme potencial instabilizador poderia ser desencadeado, se a tentativa de reordenamento fosse abrupta, buscando, de um só golpe, alterar radicalmente as expectativas. O grande deslocamento da riqueza na direção do consumo ou de forma mais ampla o deslocamento da riqueza financeira para a posse de bens e ativos reais, ocorrido durante a vigência do congelamento determinado pelo Plano Cruzado em 1.986, serve de ilustração deste efeito instabilizador. O "efeito-riqueza",

juntamente com um crescimento elevadíssimo do crédito concedido pelo sistema bancário, foram, a nosso ver, os principais determinantes do fracasso do Plano em acomodar o ritmo de evolução da demanda agregada à uma oferta estagnada após anos de virtual paralisia dos investimentos e sem poder contar com a elasticidade de importações devido à crise cambial. A inflação retornou tão logo foram afrouxados os controles de preços, após novembro de 1.986.

Um resultado igualmente duvidoso, seria de se esperar àquela altura de uma política aplicada de forma gradativa. Teoricamente, neste caso, a reacomodação da riqueza financeira poderia não apresentar efeitos explosivos, mas para que isto fosse verdadeiro, seria necessária uma distribuição da riqueza financeira em carteiras diversificadas e em complexos de opiniões e avaliações divergentes, que iria se alterando aos sinais de mercado. Com o desenvolvimento da crise, o grau em que se deu a polarização da riqueza financeira nas quase-moedas, em um quadro de opiniões em que todos eram unanimemente "baixistas", não admitiam estas hipóteses.

É nesta perspectiva que podemos entender a afirmação de alguns analistas de que no quadro dramático de instabilidade monetária e financeira de 1.989, o único instrumento de política econômica ainda eficaz era a taxa de juros. Na verdade, esses analistas admitiam implicitamente a irreversibilidade da situação e tomavam como um dado que a gestão monetária deveria sancionar a aguda incerteza nas decisões e os intensos movimentos especulativos em torno à riqueza

financeira. Foi esta, aliás, a diretriz de política econômica seguida após o Plano Verão de janeiro de 1.989. Preços e controles cambiais foram liberados e o Banco Central renunciou a qualquer tentativa de estabilizar a taxa de juros. Esta, na prática, tornou-se também "livre", ao sabor da especulação promovida pelos operadores financeiros, quando não era manejada no sentido de antecipar os movimentos especulativos dos mercados de risco, sancionando toda e qualquer pressão dos operadores. A política econômica de 1.989 e do primeiro trimestre de 1.990 determinou, assim, um overshooting na economia, em termos da instabilização de preços, da crise cambial e do déficit financeiro do setor público. Como mostrariam os balanços de grandes empresas e bancos para 1.989, esta era a melhor maneira de fazer valer o que de fato não valia e de propiciar lucros inflacionários para quem detinha o poder discricionário sobre a moeda na forma fracionada como ela se apresentava.

A situação econômica e financeira após o fracasso do Plano Verão, deixou, por outro lado, uma certeza entre analistas e agentes da economia: a de que somente medidas radicais apresentariam chance de êxito em restaurar a legitimidade da riqueza e dos valores acumulados e afastar o fantasma da hiperinflação. Sobre esta questão, dois conjuntos de opiniões extremas foram se formando ao longo de 1.989 e início de 1.990: a dos que advogavam uma profunda reforma do Estado e a dos que não viam outra saída senão o "calote" da dívida interna.

Cabe observar que um conjunto de reformas do Estado, envolvendo reforma fiscal, reforma administrativa e privatização de empresas estatais, destinado a dar validade a uma riqueza ficticiamente acumulada, equivaleria a sacrificar as frações menos protegidas da sociedade e o patrimônio público para preservar a riqueza e o lucro inflacionário do grande capital. Seria, por exemplo, precisamente este último o conteúdo de certas propostas muito em voga no auge da crise, pretensamente neutras e consagradas pela teoria econômica, que pregavam uma reforma econômica estruturada em torno à reforma fiscal, com o objetivo de neutralizar o déficit financeiro do setor público. A propósito, a orientação de reforma fiscal que poderia pleitear um conteúdo de neutralidade e justiça nas condições em que se desenvolveram a crise brasileira seria uma reforma concebida em torno ao imposto sobre a riqueza e o patrimônio, que concorreria para uma rápida recuperação fiscal do Estado. Trata-se da instituição de um capital levy, uma imposição cobrada de uma só vez, através de uma alíquota sobre as grandes riquezas financeiras e o patrimônio líquido das grandes empresas, nos moldes sugeridos por Keynes(1) no contexto das crises monetárias dos anos 20.

Esta medida mais justa, poderia, no entanto, ser ineficaz no Brasil naquele momento, se fosse aplicada isoladamente, devido à ação dos grupos de pressão e ao poder que desfrutavam os detentores de riqueza após o longo período de crise. Por outro lado, no tempo que transcorreria entre o anúncio da reforma e sua execução, a situação financeira do país poderia se agravar de tal forma que a

(1) Keynes, J.N. (1.988), Cap.2.

hiperinflação seria inevitável. Em suma: embora crucial, a reforma fiscal e a privatização, por si só pareciam impotentes para restaurar a unidade da moeda.

No outro lado, a vertente também muito debatida da reforma monetária e o "calote" da dívida pública, encontrava inspiração nos exemplos históricos de hiperinflação, como na experiência alemã do pós II Guerra Mundial, em que os saldos financeiros perderam valor quando da introdução de uma nova moeda na proporção média de 100 para 6,5. Outro exemplo, mais próximo, era o da Argentina, que em 1.989 convertera títulos da dívida pública de curto prazo em títulos de longo prazo, representando isto uma efetiva desvalorização dos saldos preexistentes na proporção do deságio na negociação dos títulos convertidos. Finalmente, uma outra possibilidade no caso brasileiro, também aventada na época, seria a de que o governo simplesmente retirasse o lastro em títulos públicos que dava à "moeda indexada", de forma que os bancos ficariam impedidos de emitir quase-moedas. Neste caso, a inevitável monetização na velha moeda, desencadearia uma onda arrasadora de consumo (um "efeito-dissaving") e uma desenfreada busca de formação de estoques em ativos, inclusive reais (um "efeito-portfólio" semelhante, porém de intensidade muito maior ao que ocorreu no Brasil durante o Cruzado e entre fins de 1.989 e início de 1.990). A hiperinflação neste caso se encarregaria de desvalorizar a riqueza em fuga.

À medida em que se aproximava a posse do Presidente eleito em novembro/dezembro de 1.989, marcada para 15 de março de 1.990, se intensificavam as discussões sobre estas alternativas e cresciam os boatos em torno ao plano econômico que seria aplicado.

Não restava dúvida de que seriam tomadas medidas radicais, embora fosse geral o sentimento de que um plano do tipo dos que já haviam sido aplicados (baseados no congelamento de preços) não seria capaz de interromper o processo hiperinflacionário. A inflação àquela altura já ameaçava superar a barreira dos 100% mensais.

O mercado financeiro respondia à incerteza aguda daqueles momentos incentivando a especulação nos mercados de ativos. Assistiu-se a uma febril movimentação de recursos e a uma fortíssima instabilidade de cotações nos mercados de ações, ouro, dólar paralelo e mercadorias. Isto refletia em grande parte a própria avaliação do mercado de que as aplicações a curtíssimo prazo no open market sofreriam desvalorizações. Falava-se em um número como 30% - o percentual previsto de desvalorização da dívida pública provocada pelo novo plano econômico.

O público em geral foi assaltado por um verdadeiro pânico na semana que precedeu a posse de Collor de Mello. As trocas de posições financeiras, inclusive de parte de pequenos poupadores, eram frequentes e em direções contraditórias. Ante o eminente anúncio do "choque", as pessoas procuravam por uma segurança que ninguém sabia

exatamente onde e como encontrar. Ocorreram deslocamentos financeiros para todos os lados, segundo a onda dominante de boatos e a avaliação pessoal de cada um. Grandes somas de recursos migraram do open market para os depósitos de poupança, com respeito aos quais, durante a campanha, o Presidente eleito assumira o compromisso de preservar contra desvalorizações ou confiscos. Ao lado disso, grandes somas também migraram de outras aplicações financeiras para depósitos à vista e mesmo para papel-moeda. O prêmio de liquidez percebido por todos como inevitável para neutralizar a incerteza superava a renúncia de juros (que, dada a escalada inflacionária, situava-se em um nível como 3% ao dia). Este preventivo deslocamento da preferência pela liquidez renunciava a disposição dos detentores da riqueza financeira e do público em geral de desencadear com muito maior força e velocidade do que em planos anteriores, uma onda de consumo e de compras de bens reais ou moeda estrangeira. Isto ocorreria inevitavelmente, caso o programa do novo governo, repetindo os anteriores, decretasse o congelamento e provocasse um rebaixamento súbito da rentabilidade financeira. O pânico, acompanhado da tentativa de proteção através desta preferência pela liquidez levada ao extremo, configurava para a economia um quadro de corrida bancária e desorganização dos mercados. Nas semanas que antecederam a posse, uma fortíssima aceleração inflacionária (para todo o mês de março - apuração entre 15 de fevereiro e 15 de março a inflação alcançou 81,3% segundo o IGP-DI), não deixava dúvidas de que a economia encontrava-se às portas da hiperinflação. Certamente, não deve ter havido na economia brasileira outro momento igual a este em que a incerteza paralisava as mais simples decisões e o nervosismo financeiro dominava

até mesmo o pequeno poupador. Em meio a este estado de coisas, o governo que deixava o poder decretou um feriado bancário entre os dias 13 e 19.

Foi neste contexto que o novo governo, em 16 de março e no âmbito de um conjunto amplo de medidas, determinou um bloqueio das aplicações financeiras, uma medida tão radical que encontra poucos similares na história econômica. O bloqueio foi a consequência de uma "reforma monetária". O padrão monetário voltou a denominar-se cruzeiro em substituição ao cruzado novo, a moeda vigente desde janeiro de 1.989 quando sucedeu (mediante o corte de três zeros do padrão antigo) o cruzado, que por sua vez substituíra o cruzeiro por ocasião do Plano Cruzado, em fevereiro de 1.986 (que tão-somente também cancelou zeros).

A troca do padrão monetário serviu para impor condições à conversão de ativos e haveres denominados na moeda antiga na nova moeda. Foi um "truque" legal para, de fato, bloquear e tornar indisponível a riqueza financeira acumulada em "quase-moedas". A reforma somente autorizou a conversão automática e ao par para cruzeiros (não houve cancelamento de zeros) no caso de um único ativo: o papel-moeda em poder do público. Sobre todos os demais direitos monetários em cruzados novos definiram-se regras de conversão. Adotou-se a seguinte sistemática geral: o valor das aplicações financeiras em cruzados novos seriam convertidos em cruzeiros após 1 ano e meio mediante 12 parcelas mensais. Até a conversão, os saldos em cruzados novos seriam corrigidos (pela variação do BTN) e renderiam juros de 6% ao ano.

Foi admitida a conversão imediata e ao par para os saldos de poupança, depósitos a prazo e depósitos à vista de valor até Cr\$ 50.000,00 (equivalente a US\$ 1.500 em valores da época)(1); 20% do total aplicado (ou Cr\$ 25.000,00, o que fosse maior) das aplicações no open market(2). Além disso, a reforma autorizou o pagamento de impostos com os cruzados novos retidos.

O plano anunciado pelo novo governo e que parecia muito mais drástico e radical do que todas as previsões faziam supor, apoiava-se não só na reforma monetária e no bloqueio das aplicações financeiras, como contemplava mudanças importantes nas áreas salarial, cambial e fiscal:

A indexação mensal dos salários, segundo a evolução do custo de vida, foi substituída por uma regra de reajustes através de um índice prefixado mensalmente pelo governo. Os salários ainda seriam reajustados em março (pelo índice correspondente a fevereiro), mas a partir daí obedeceriam à nova regra (o índice de março - extremamente elevado, foi, portanto, suprimido).

(1) Abaixo deste limite estariam, segundo as informações oficiais, cerca de 90% do número de depósitos de poupança. O valor-limite aplicava-se para cada titular de conta por instituição financeira.

(2) No caso de compras definitivas de títulos públicos, os prazos transcorreriam normalmente até o vencimento, quando seria aplicada a regra geral. O Banco Central realizou nos meses seguintes alguns leilões para a recompra destes títulos pagando ex cruzeiro e não praticando preços positivos.

No câmbio, instituiu-se o "câmbio livre" ou o "câmbio comercial" para suceder as "mini-desvalorizações" fixadas pelo governo, uma sistemática que vigorou por mais de 20 anos.

Na área fiscal, as medidas objetivaram ampliar a incidência do imposto de renda (sobre setores como agrícola e exportador), reduzir gastos e investimentos do setor público, extinguir incentivos fiscais, e proibir o anonimato em operações financeiras para combater a "economia informal" (mediante, dentre outras medidas, a proibição de emissão de cheques ao portador, exceto os de baixo valor).

Cabe observar que no âmbito da Reforma Monetária, criou-se um imposto sobre os saldos da riqueza financeira cobrado de uma só vez e com alíquotas diferenciadas segundo o tipo de aplicação financeira (35% sobre a venda de ouro e 25% sobre a venda de ações). Sobre as aplicações a juros no mercado financeiro, a taxaço - uma espécie de capital levy adotado em outros países que também promoveram reformas monetárias - foi estabelecida em 8%, excluídos os depósitos de poupança e à vista de certo valor mínimo. A meta fiscal projetava um ajuste gigantesco para 1.990: 10% do PIB, segundo as avaliações oficiais. Pretendia-se encerrar o ano com superávit do setor público de 2% do produto, quando, segundo ainda os dados apresentados pelo governo, o déficit alcançaria 8%, caso não fossem adotadas as medidas de correção.

O governo também aplicou um congelamento de preços (retroativo ao dia 13 de março), mas aí não residia o principal alicerce do Plano Collor. Transcorrido apenas 1 mês da adoção do plano, teve início a um rápido processo de liberação. Em meados do ano praticamente todos os preços estavam liberados (os últimos foram os da indústria farmacêutica, em agosto).

Em junho a liberalização econômica chegou ao comércio exterior, com o anúncio de uma "política industrial". Na verdade tratava-se de uma reforma do comércio exterior, mediante a abolição dos controles administrativos sobre as importações - um dos pilares da proteção da indústria nacional até então - e a redução escalonada do imposto de importação.(1)

Haveria muito a ser discutido sobre a Reforma Monetária de 1.990 e o Plano Collor, sobretudo em termos de sua incapacidade em restaurar a estabilidade de modo duradouro. Rapidamente a liquidez foi recomposta e a instabilidade, acompanhada de reaceleração inflacionária, voltaria a se fazer presente.

Um outro plano (o "Plano Collor 2" de janeiro de 1.991), mais próximo em suas diretrizes gerais aos planos dos anos 80, tentaria mais uma vez estabilizar a economia, com êxito parcial e transitório. De qualquer modo, o que caberia observar aqui, a título

(1) Posteriormente, em janeiro de 1.991, o governo anunciaria um cronograma de redução de tarifas até 1.993. O intervalo médio de taxaço atingiria 20 a 40% nesse ano.

de conclusão, é que tendo em vista os processos que se desenvolviam na economia, não havia alternativa ao bloqueio de liquidez para interromper a trajetória rumo à hiperinflação. Isto custou uma interrupção global dos negócios, uma recessão sem precedentes e um

RESULTADOS IMEDIATOS DO PLANO COLLOR
E DA REFORMA MONETÁRIA (%)

	FEV/90	MAR/90	ABR/90	DEZ/90
Meios de Pagamento (M4/PIB)	22,1	8,7	11,1	13,9
IGP/DI	71,7	81,3	11,3	16,5
IPC/FIPE	70,2	79,1	20,2	16,0
Produção Industrial (IBGE)	9,6	-2,8	-27,6	-18,9
INA - FIESP (S.PAULO)	6,4	-9,2	-22,3	-14,6
Com.Varejista(S.PAULO)	-13,2	-41,5	-22,6	-11,4
Emprego-Ind.(S.PAULO)	-4,1	3,2	1,0	-7,6
Salário Real Médio-Ind (S.PAULO)	11,6	2,7	-21,7	-30,0

arbítrio da política econômica jamais visto no país, porém, correspondentes ao estágio agudo que alcançou a crise monetária e ao pânico e à incerteza radical reinantes na economia.

CAPÍTULO V

O AJUSTE E O LUCRO DOS BANCOS

1 - INTRODUÇÃO

Os grupos bancários demonstraram, como as grandes empresas, uma capacidade ímpar de extrair vantagens da política de ajustamento e da instabilidade monetária e financeira. Esse, pelo menos, foi o padrão dos bancos privados, ou, mais propriamente, de todo o sistema bancário excluídos os bancos estaduais (mas incluído o Banco do Brasil). Como mostram os dados apresentados a seguir, a taxa de lucro cresceu de forma verdadeiramente espetacular ao longo do ajustamento, segundo os diversos grupos e categorias de bancos com a exceção dos bancos estaduais. Estes últimos, foram levados a arcar com os desequilíbrios fiscais e financeiros impostos pela recessão aos Estados e suas empresas. A utilização de seus recursos para fins políticos-eleitorais, como em 1.982 (ano da primeira eleição majoritária importante desde o golpe de 1.964 - eleição de governadores de Estado), causou um profundo e duradouro desajuste em suas contas patrimoniais e de resultado.

A recessão do início dos anos 80 apresentou um resultado ainda mais paradoxal no caso dos bancos do que no caso já visto das grandes empresas não-financeiras. Os grandes grupos bancários elevaram os seus lucros, a um ponto em que suas margens e taxas de lucro nunca haviam alcançado.

Em valores reais, o lucro auferido (lucro líquido declarado) pelos grandes bancos privados nacionais em seu conjunto foi, no período de 1.981/83, mais do que o dobro com relação ao triênio 1.978/80. Cabe frisar que isto transcorria enquanto, no lado real, a economia enfrentava a mais severa e prolongada recessão jamais ocorrida.

Ao ser concluído o ajustamento, agravadas, porém, a instabilidade financeira e a crise monetária pela própria aplicação da política de ajuste, acentuou-se a tendência ao nível microeconômico de geração de superlucros em ambas as esferas, produtiva e bancária. Ao longo da década, essa trajetória somente seria interrompida episodicamente por medidas arbitrárias destinadas a conter a evolução da crise. Os sucessivos "choques", que provocavam uma parcial e temporária estabilidade de preços, as tentativas de desindexação da economia e o rebaixamento súbito das taxas nominais de juros, como ocorreu em alguns momentos durante a segunda metade dos 80, constituíam-se nos únicos mecanismos capazes de bloquear momentaneamente o que parecia ser uma inexorável tendência de evolução dos lucros do grande capital, real ou financeiro.

Já registramos o rapidíssimo ajuste às novas condições da economia que as grandes empresas empreenderam. Esse ajuste, dentre outras consequências, inverteu sua relação com o sistema financeiro: a grande empresa passa da condição de devedora para a de credora líquida. Essa trajetória foi exclusivamente privada; o setor público e

as empresas estatais, em geral, trilharam um caminho rigorosamente inverso. Ao longo do presente capítulo acompanharemos o percurso de grupos bancários durante a década de 80, a partir de uma seleção de grandes bancos privados nacionais e estrangeiros e uma amostra de bancos médios e pequenos. Reunimos ainda informações para o Banco do Brasil e os bancos estaduais(1). Os dados apresentados a seguir, são resultados de três pesquisas que utilizaram procedimentos comuns: uma primeira, objetivou analisar as consequências da política de "ajustamento" sobre a rentabilidade e as contas bancárias, cobrindo o período de 1.978 a 1.985; a segunda, buscou avaliar o impacto do Plano Cruzado, com dados para os anos de 1.985 a 1.987 (2); a terceira, procurou reunir evidências sobre o desempenho bancário no auge da crise monetária, bem como quando da aplicação do Plano Collor (1.988/1.990)(3). As pesquisas cobrem, portanto, a década de 1.980 em sua totalidade, mas de uma para outra foi necessário alterar a seleção dos bancos e mesmo os critérios de agregação de contas. Isto porque em um período longo e instável como este, tiveram lugar algumas mudanças importantes, tais como:

- nas posições relativas e tamanhos absolutos dos bancos, o que motivou revisões na seleção das várias categorias. Particularmente, a seleção dos grandes bancos estrangeiros sofreu alterações inevitáveis.

(1) Para detalhes sobre a metodologia e a composição dos bancos selecionados, consultar o anexo a este capítulo. Cabe adiantar que: a) o critério de seleção dos grandes bancos (privados nacionais, estrangeiros e estaduais, além do Banco do Brasil que foi selecionado *a priori*) tocou por base os depósitos totais (foi considerado "grande" o banco com volume de depósitos superior a 2% do total do sistema bancário, exclusive o Banco do Brasil); b) as pesquisas reuniram dados da contabilidade semestral dos bancos. Os procedimentos de seleção (para os grandes bancos) e amostragem (para pequenos e médios bancos - estes considerados como os bancos com depósitos entre 0 e 0,5% do total e entre 0,5% e 2% do total, respectivamente) acompanharam os critérios utilizados por Sechachevsky, A.C. (1.980).

(2) Ver, para as duas primeiras pesquisas, o trabalho coordenado por Almeida, J.S.G. (1.986). Ver ainda, Silva, L.S. (1.988).

(3) Ver, Santos, P.M.F. (1.992)

Por exemplo, entre os dados correspondentes aos anos de 1.978/85 e 1.985/87, o número de grandes bancos estrangeiros selecionados subiu de 4 para 8.

- alguns bancos deixaram de existir, por incorporação ou quebra e outros (casos dos bancos estaduais) sofreram intervenção do Banco Central. Isto fez com que, no caso dos grandes nacionais privados, bancos como o Comind e o Auxiliar, que constavam da seleção para o período de 1.978/85, tivessem que se ausentar da lista. A propósito, alguns bancos da amostragem de médios e pequenos também foram modificados entre uma pesquisa e outra pela mesma ordem de motivos. A categoria mais afetada foi, no entanto, a dos grandes bancos comerciais estaduais, para a qual tornou-se impossível reconstituir a seleção do período 1.978/85, a qual contava com 7 bancos. Neste período, os bancos estaduais sofreram as maiores distorções em suas contas, mas é o único para o qual se dispõe de dados homogêneos e agregados para análise. Para os demais períodos tomou-se apenas o Banespa como "grande banco estadual".

- finalmente, ocorreram mudanças na contabilidade (em 1.987), bem como na própria organização jurídica dos bancos (a criação dos bancos múltiplos em 1.988). Os dados da pesquisa de 1.988/90, em particular, refletem esses fatores. Neste caso, os dados são atinentes ao "banco múltiplo", enquanto para as demais pesquisas os dados referem-se ao banco comercial ou, quando indicado, ao "conglomerado".(1)

(1) "Conglomerado" inclui além do banco comercial, o banco de investimento e a financeira, cujos demonstrativos contábeis foram também pesquisados. De acordo com a segmentação financeira criada pelas reformas de 1.965/66, restariam as companhias de crédito imobiliário, as empresas de "leasing", distribuidoras e corretoras para formar o completo conglomerado financeiro.

As considerações feitas acima sugerem que devamos guardar a devida cautela na análise dos resultados, e isto não somente devido à qualidade dos dados contábeis, um problema já salientado quando do estudo do desempenho da grande empresa no Capítulo III. Também porque os maiores bancos selecionados e as amostragens de pequenos e médios bancos não puderam ser mantidos em todos os períodos. No entanto, cabe frisar que para os grandes bancos privados, bem como para a amostragem de pequenos e médios bancos, obtivemos uma boa comparabilidade ao longo de todo o período (13 anos, entre 1.978 e 1.990). De resto, a análise perseguirá os objetivos referentes a cada um dos três subperíodos antes mencionados, e, no interior de cada um deles há perfeita homogeneidade e comparabilidade das informações.

2 - O AJUSTE BANCÁRIO E A LUCRATIVIDADE DOS GRANDES BANCOS E CONGLOMERADOS DURANTE A RECESSÃO.

Nitidamente, há uma inflexão na trajetória do lucro bancário em 1.981 quando se inicia a recessão e a política econômica torna-se muito ativa quanto ao manejo da taxa de juros e controle do crédito, vale dizer, quando tem início o "ajustamento repressivo" (Ver a Tabela 1 e gráficos). Duas causas principais explicam tão acentuada elevação lucratividade bancária. Trataremos delas nos dois próximos itens.

2.1 - A "Desmonetização" e a Concorrência Bancária.

A primeira causa combina o desenvolvimento financeiro alcançado a partir das reformas financeiras de 1.964/65 (em termos de diversificação de instrumentos financeiros, rede e serviços bancários difundidos e modernos) com a alta inflação. Os bancos obtêm ganhos com a arbitragem do dinheiro e a agilidade que possam ter na aplicação dos recursos. Sob alta inflação, a arbitragem pode corresponder à própria taxa nominal de juros, uma fonte de lucros extraordinários se é ampla a base sobre a qual se aplica o diferencial de juros ativos e passivos. É verdade que os depósitos à vista não remunerados começaram a declinar rapidamente na estrutura de recursos dos bancos desde o início da política de ajustamento (consultar os gráficos, em particular, os de número 2 e 7). Mas, os bancos puderam compensar esse efeito, dadas as facilidades que lhes foram concedidas para a remuneração de suas aplicações em títulos públicos com taxas de juros elevadas (e sem risco de liquidez, dada a garantia de recompra a qualquer momento pelo Banco Central). Isto ia de encontro à diretriz da "política de ajustamento" de lançar mão, ativamente, da política de dívida pública e da fixação de taxas de juros altas para conter o crédito. Além disso, os bancos, perseguindo o mesmo propósito de maximizar os ganhos com o trânsito da moeda e de saldos sem remuneração no sistema bancário, promoveram a ampliação da rede de agências, diversificaram a oferta de serviços e investiram em informatização das operações, voltada, sobretudo, à aplicação ágil de

TABELA 1

RENTABILIDADE 1.978/85

B A N C O S	1.979		1.980		1.981		1.982		1.983		1.984		1.985	
	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.
	LUCRO EFETIVO (LUCRO ANTES DA CORRECAO/PATRIMONIO LIQUIDO (1) (%))													
GRANDES NAC.PRIVADOS	10.3	10.0	9.8	14.9	26.1	39.7	22.8	23.7	25.0	32.9	20.4	29.2	25.3	40.6
BRASESCO e ITAU	6.1	5.5	8.5	14.7	25.8	42.6	21.5	18.7	21.3	25.7	15.2	34.5	35.1	41.3
MEDIOS	16.2	24.1	12.8	16.8	15.4	41.4	24.5	23.2	14.6	9.5	3.9	10.8	9.7	38.1
PEQUENOS	20.2	12.5	23.0	1.8	45.4	26.5	29.4	39.9	42.6	44.2	23.2	24.2	31.0	38.6
GRANDES ESTRANGEIROS	66.8	62.7	42.5	23.3	58.2	56.3	63.8	35.6	58.2	41.3	81.0	39.2	24.1	36.3
BANCO DO BRASIL	21.7	22.3	29.0	34.5	41.9	54.0	39.7	44.5	49.6	65.3	60.3	63.0	65.0	59.1
GRANDES ESTADUAIS	11.1	23.2	15.7	17.4	18.3	34.7	15.4	-1.3	4.8	-29.2	8.4	-10.0	11.8	-3.7
LUCRO LIQUIDO (LUCRO APOS IR)/PATRIMONIO LIQUIDO (1) (%)														
GRANDES NAC.PRIVADOS	8.8	7.9	8.3	12.9	20.5	30.5	20.1	17.8	17.3	25.7	14.8	18.8	17.7	26.2
BRASESCO e ITAU	5.7	4.1	8.0	13.7	22.1	33.4	20.2	15.9	15.4	24.3	8.9	20.7	21.9	26.4
MEDIOS	9.8	10.7	8.0	9.8	11.6	31.1	18.8	17.7	10.6	13.1	7.5	12.4	8.3	31.7
PEQUENOS	6.1	9.4	11.4	.9	15.1	13.3	11.0	12.5	16.8	8.3	2.8	5.4	8.9	23.9
GRANDES ESTRANGEIROS	40.1	28.2	19.6	12.0	30.9	29.7	34.7	15.7	28.3	17.8	25.4	16.2	8.7	11.3
BANCO DO BRASIL	6.8	7.1	11.5	16.3	14.3	15.3	11.8	11.9	10.7	14.7	12.1	16.5	16.5	15.0
GRANDES ESTADUAIS	3.9	12.2	6.7	8.1	8.2	13.2	9.2	-1.8	1.8	-15.3	6.4	-8.4	8.0	14.9

OBS.: As relacoes foram calculadas a partir dos valores nominais.

(1) Media mensal do patrimonio liquido.

recursos, mesmo aqueles de rápida passagem pelo sistema. Isto deu lugar à uma "corrida" dos bancos, liderada pelos grandes bancos privados nacionais, por ampliação da rede e conseqüência de serviços "gratuitos" ao público, além de informatização. Motivada pelos condicionantes acima, a expansão dos grandes bancos "varejistas" nesse período não teve precedentes na história financeira do país. Somente entre 1.979 e 1.984, vale dizer durante a mais grave recessão econômica já presenciada e em simultâneo à uma rapidíssima "desmonetização" da economia, o número de agências bancárias aumentou de 9,5 mil para 12,3 mil, quase 30%, portanto.

Cabe enfatizar que a concorrência bancária visava maximizar a obtenção da renda inflacionária (ou do "imposto inflacionário") a partir do giro da moeda transação e a despeito da "desmonetização", ou do declínio dos depósitos à vista nos passivos bancários. O êxito em alcançar o objetivo dependia não somente dos processos e mudanças conduzidos pelos bancos, como também de condicionantes macroeconômicos, como da inflação (que deveria manter-se alta), da política de taxas de juros e de facilidades de remuneração dos saldos bancários. Como cabe também enfatizar, a concorrência bancária com as características acima, somente poderia ser liderada pelos grandes bancos varejistas, onde preponderavam os grandes bancos privados nacionais e, dentre eles, principalmente, o Bradesco e o Itaú. No entanto, em algum grau, a fonte de lucro extraordinário originada da inflação e da política de "ajustamento" beneficiou as demais categorias de bancos, como os pequenos e médios

atacadistas" dentre os bancos privados nacionais) e, mesmo os típicos "atacadistas" do período, os bancos estrangeiros, para quem os depósitos à vista não se constituíam em fonte preponderante de recursos. No caso dos bancos públicos, que dispunham de rede e serviços disseminados na população, como o Banco do Brasil e os grandes bancos estaduais (Banespa em particular), os efeitos da desmonetização foram também sensíveis sobre a estrutura de recursos, e esses bancos puderam contar com o reforço dos ganhos originados do "lucro inflacionário" em sua rentabilidade global.

Na composição de recursos do Banco do Brasil, os depósitos à vista chegaram a representar quase 24% do total em 1979. Esta participação cai para apenas 16% no final do período (1985). A redução, em valor real, atinge nada menos do que 56%. No entanto, o BB beneficiou-se enormemente no período, em se tratando de rentabilidade líquida. Sua taxa de lucro (lucro após IR sobre a média mensal do patrimônio líquido) nunca foi inferior a 10% após 1980, chegando a superar os 15% em vários semestres. Convém observar que isto ocorria enquanto o BB passava por uma brutal redução de sua operação típica, o crédito à atividade econômica (Ver Tabelas 2 e 3).

Quanto aos grandes bancos estaduais, o benefício do "lucro inflacionário" apenas impediu que seus demonstrativos evidenciassem enormes prejuízos operacionais, que no entanto e mesmo assim, ficariam visíveis a partir de 1.982/83.

TABELA 2

PRINCIPAIS CONTAS DO ATIVO BANCARIO

BANCO DO BRASIL

(% DO TOTAL DO ATIVO)

	1.978	1.979	1.980	1.981	1.982	1.983	1.984	1.985
OPER. DE CREDITO (1)	74.6	66.9	63.9	60.4	54.7	48.1	34.0	32.7
BC. - DEP. ESPECIAIS	5.4	5.0	2.4	3.6	2.9	4.1	3.4	1.9
OP. CONTA BACEN	.1	.7	.2	.1	.1	1.1	1.2	1.6
OP. CONTA DO TES.NAC.	9.5	10.0	16.8	15.7	19.3	19.8	26.5	25.6
VALORES E BENS	2.2	.5	.3	.3	1.0	3.800	8.9	12.0
PERMANENTE	2.9	4.9	5.3	6.2	6.9	9.6	11.4	10.0
ATIVO/PASSIVO	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
ATIVO/PASSIVO (Cz\$	480.8	501.9	418.6	395.3	372.2	285.4	275.0	328.6
BILHOES DE DEZ/86)								

(1) INCLUI ADIANTAMENTO SOBRE CONTRATO DE CAMBIO

DEFLAYOR: IGF-DI

OP. CTA BACEN+TES.NAC.	9.60	10.70	17.00	15.80	19.40	20.90	27.70	27.20
------------------------	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

TABELA 3

PRINCIPAIS CONTAS DO ATIVO BANCARIO

BANCO DO BRASIL

(% DO TOTAL DO ATIVO)

	1.978	1.979	1.980	1.981	1.982	1.983	1.984	1.985
DEP. A VISTA	20.9	23.9	22.5	18.9	19.6	20.9	17.7	16.0
DEP. A PRAZO	.3	.1	.1	2.6	3.0	3.2	3.4	7.7
EMPREST. NO PAIS	16.0	10.1	10.2	9.5	8.7	6.2	4.5	6.5
EMP.OBRIG.EXTERIOR	7.0	9.2	10.1	11.3	9.7	15.400	15.1	10.7
BC -CTA. MOVIMENTO	32.4	33.3	35.2	32.5	30.7	20.1	15.9	16.7
OPER.CTA.DO BACEN	3.1	5.3	4.4	4.5	5.4	6.1	5.2	6.2
OP.CTA.TES.NACIONAL	4.2	3.7	4.1	4.3	4.6	6.6	12.7	12.7
PATRIMONIO LIQUIDO	14.2	12.6	12.2	15.5	17.5	20.6	24.8	22.8
ATIVO/PASSIVO	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
ATIVO/PASSIVO (Cz\$ BILHOES DE 1.986)	480.8	501.9	418.6	395.3	372.2	285.4	275.1	328.6

DEFLATOR: IGP-DI

2.2 - A Retração do Crédito, As Mudanças Ativas e o Lucro Financeiro.

O segundo fator destacado na explicação da evolução do lucro bancário durante o ajustamento deve ser buscado na política de dívida pública. A dívida em títulos passou a crescer rapidamente a partir da guinada da política econômica em meados de 1.980. A colocação de novos títulos apoiou-se em taxas reais de juros extremamente, atrativas, justificadas ao nível da política de ajustamento por dois objetivos macroeconômicos: a contenção da demanda interna e o incentivo à contratação de empréstimos no exterior. Os bancos brasileiros e estrangeiros corresponderam plenamente à esta orientação do governo. A fonte externa permitia a compensação da queda dos depósitos à vista na estrutura de recursos do sistema bancário e, por esta razão, cresceram aceleradamente até a "crise da dívida" em 1.982. (Ver os gráficos 1, 2 e 3).

Os juros das operações de crédito também aumentaram, acompanhando as taxas dos títulos da dívida pública, mas esta não foi uma fonte destacada de acréscimo da renda bancária. A própria política de crédito vinha limitando a concessão de empréstimos com recursos domésticos. Por outro lado, o segmento empresarial de onde os bancos poderiam obter maiores lucros estava submetido a um maior risco de inadimplência devido à recessão. As empresas com maior poderio financeiro, como já foi visto, vinham invertendo sua relação com o sistema financeiro, passando de devedoras para credoras. A conciliação desses fatores (em particular, o fator risco das operações de crédito

com o setor privado) com a manutenção do nível de atividade bancária, exigiu dos bancos mudanças importantes na composição de seus ativos e em seus mecanismos de operação. (Ver os gráficos e, em particular, o de nº 8). A propósito, essas mudanças foram promovidas tão rapidamente quanto a mudança na estrutura de recursos (particularmente, a compensação da queda dos depósitos à vista pelos empréstimos em moeda estrangeira) e a reestruturação da rede e da oferta de serviços, medidas indispensáveis para que o sistema mantivesse (e até aumentasse) seu nível de apropriação de renda e absorvesse o "imposto inflacionário".

Os grandes privados nacionais, mais uma vez lideraram o processo. Nos anos 80, seus financiamentos chegaram a declinar 35% em termos reais (comparação entre o 1º semestre de 1984 e o 1º semestre de 1980; ver tabela 4). Quanto aos demais segmentos bancários, convém assinalar que não se verificou uma reação tão forte dos financiamentos concedidos, exceto no caso do Banco do Brasil por razões ligadas à política de crédito do governo. Os grandes bancos estrangeiros e os grandes bancos estaduais, cada grupo com motivos próprios, mantiveram os níveis reais de financiamento, no primeiro caso, dado o comprometimento dos bancos com a clientela selecionada; no segundo, devido aos compromissos de financiamento e refinanciamento das empresas estatais dos Estados. Em contraposição, os grandes privados nacionais puderam promover a rápida reestruturação ativa, a qual pressupunha a redução das operações de crédito, em função da própria natureza dos financiamentos que, tradicionalmente, concediam, vale dizer, financiamentos de curto prazo em operações muitas vezes "casadas" com o giro comercial das empresas.

TABELA 4

EMPRESTIMOS DOS GRANDES BANCOS PRIVADOS

Cz\$ bilhões de 1.986 (2)

B A N C O S	1.979		1.980		1.981		1.982		1.983		1.984		1.985	
	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.	1 Sem.	2 Sem.
GRANDES NAC.PRIVADOS	142.5	117.8	127.0	105.1	99.4	107.3	109.1	107.5	106.9	89.6	82.5	81.7	99.0	100.4
BRADESCO e ITAU	49.7	49.6	44.8	34.4	35.4	39.5	40.1	39.2	36.7	30.0	26.0	31.1	31.1	39.3
GRANDES ESTRANGEIROS	46.7	38.9	43.6	36.8	36.8	40.8	41.0	42.7	49.5	47.4	47.6	36.7	42.0	39.2

(1) MEDIA MENSAL DO SEMESTRE

(2) VALORES CORRIGIDOS PELO IGP-DI

As alterações na estrutura de aplicações dos bancos tomaram dois caminhos, ambos vinculados em última análise ao setor público. Em um primeiro, os recursos dos bancos dirigiram-se para as aplicações em títulos da dívida pública e, principalmente após 1982, para depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, nesse caso, objetivando neutralizar o risco de desvalorizações cambiais. As aplicações dos bancos em títulos públicos e em depósitos no BACEN representavam nos 70 uma diminuta fração do conjunto de suas operações - 0,3% em 1974 e 2,1% em 1978. A partir do ajustamento, se avolumam alcançando 15% em 1983 e 12,5% em 1984. O segundo caminho consistiu na destinação de uma proporção muito maior de seus recursos para créditos a órgãos e empresas públicas, considerados de menor risco face ao risco privado. Essas operações, também insignificantes nos anos 70 (0,1% dos ativos bancários em 1974 e 1,1% em 1978), evoluem tanto no decorrer do ajustamento recessivo que passam a representar 12% já em 1983 (10,6% em 1984). O total de operações dos bancos privados juntos ao setor público, portanto, evolui extraordinariamente, passando de 0,4% em 1974 (ou 3,2% em 1978) para 27% em 1983 dos ativos totais. (ou 23% em 1984).(1)

É preciso sublinhar que tais mudanças nas contas passivas e ativas dos bancos encontravam correspondência em uma outra orientação fundamental do "ajustamento": a preservação da estrutura empresarial privada. Esta preservação pressupunha a absorção pelo

(1) Fonte dos dados, Banco Central do Brasil. Os dados referem-se ao conjunto de bancos privados. A propósito, segundo esses dados, as operações de crédito ao setor privado que chegaram a representar 2/3 dos ativos totais dos bancos em 1.974 (58% em 1.978), declinaram continuamente nos anos 80, atingindo 25% em 1.983 (27,4% em 1.984).

Estado dos custos correntes e da deterioração patrimonial oriundos desse processo. Já retratamos o ajuste patrimonial e o êxito quanto aos resultados correntes obtidos pela grande empresa. Agora estamos mostrando que a mesma orientação aplicada aos bancos privados também acomodou mudanças ativas e passivas que propiciaram aos bancos apresentarem não somente uma estrutura ativa mais protegida em face aos maiores riscos e incertezas presentes na economia, mas também uma composição de recursos e aplicações que maximizasse a obtenção do lucro inflacionário.

A correspondência entre as mudanças patrimoniais assinaladas e os itens de receita e despesa dos bancos é por demais evidente. Os gráficos (ver, especialmente, os de nº9 a 13) mostram como crescem as despesas com captação e as despesas administrativas, refletindo a queda dos depósitos à vista, o aumento das taxas de juros e a expansão da rede bancária. Mostram também como declinam as rendas de serviços bancários, refletindo a dissiminação de serviços gratuitos, uma arma da concorrência interbancária. Em compensação, evoluem de forma vertiginosa as rendas e lucros financeiros, que passam a constituir, crescentemente à medida em que se avança nos anos 80, a base da lucratividade dos bancos. O padrão bancário típico dos anos 80, durante e após o "ajustamento recessivo", é o de uma formação do lucro em que as suas operações típicas (crédito x captação) resultam em déficit, mais do que compensado pela rentabilidade financeira. O padrão envolve, é claro, os grandes bancos privados, mas inclui todos os demais conjuntos de bancos privados, pequenos e médios e bancos estrangeiros. (Ver, especialmente, os gráficos 15, 16 e 17).

Para concluir, uma breve nota sobre os "conglomerados" financeiros. Os grandes conglomerados bancários privados nacionais, seguiram o curso dos grandes bancos comerciais, em termos das mudanças ativas e passivas, bem como da formação e evolução do lucro. A Tabela 5 mostra como cresceu o lucro dos grandes conglomerados em seu conjunto. Nos anos pré-ajustamento, o padrão era o de um lucro após o IR da ordem de Cz\$ 8 bilhões (valores a preços de 1.986), mas depois, até 1.985, o menor lucro auferido somou Cz\$ 14,5 bilhões em 1.984 (máximo de Cz\$ 20,3 bilhões em 1.985). Os dados ressaltam também a crescente importância das rendas e lucros financeiros e das rendas de participações na formação do lucro global.

TABELA 3

COMPOSICAO DA RECEITA E DESPESA - GONGLOMERADO

GRANDES BANCOS PRIVADOS NACIONAIS (*) - TOTAL
(EM PORCENTAGEM)

	1.978	1.979	1.980	1.981	1.982	1.983	1.984	1.985
RECEITA	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
OPER.DE CRED.E REPASSE	74.9	79.2	77.3	71.6	64.1	58.3	66.6	64.8
CAMBIO	1.0	-.3	-.1	.8	1.3	.8	-.1	-1.0
SERVICOS	3.1	2.7	3.2	1.4	.3	.8	1.0	1.3
RENDAS E LUCROS FIN.	11.3	8.5	8.4	13.2	22.3	24.600	13.0	15.9
RENDAS DE PARTICIPACAO	.9	1.1	1.0	.9	.9	3.4	2.6	5.7
REC.NAO OPERACIONAIS	1.4	.7	.5	.4	.5	.0	.6	.1
OUTRAS	7.4	8.0	9.9	11.8	10.6	12.1	16.3	13.0
DESPESA	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
DEP.A PRAZO E AC.CAMBIA	42.6	41.0	36.7	38.9	41.6	42.8	49.0	53.1
ORRIG.P/EMPR.E REPASSES	8.2	15.7	17.7	22.0	18.8	27.7	28.7	22.8
SUB-TOTAL CAPTACAO	50.8	56.7	54.4	61.0	60.5	70.5	77.7	75.9
SERVICOS BANCARIOS	1.2	1.5	1.8	.8	.7	.6	.5	.5
ADMINISTRATIVAS	38.4	31.8	33.8	31.7	29.8	21.8	17.0	17.0
PATRIMONIAL	2.6	3.7	4.5	3.7	5.3	3.8	2.7	3.3
OUTRAS	6.9	6.3	5.4	2.8	3.7	3.2	2.1	3.1
RECEITA-DESPESA (Cz\$ BILHOES DE 1.986)	13.0	13.4	13.0	30.1	28.8	37.4	27.3	41.9
LUCRO LIQ.DECLARADO (Cz\$ BILHOES DE 1.986)	8.7	8.0	8.2	18.4	17.3	17.7	17.5	20.3

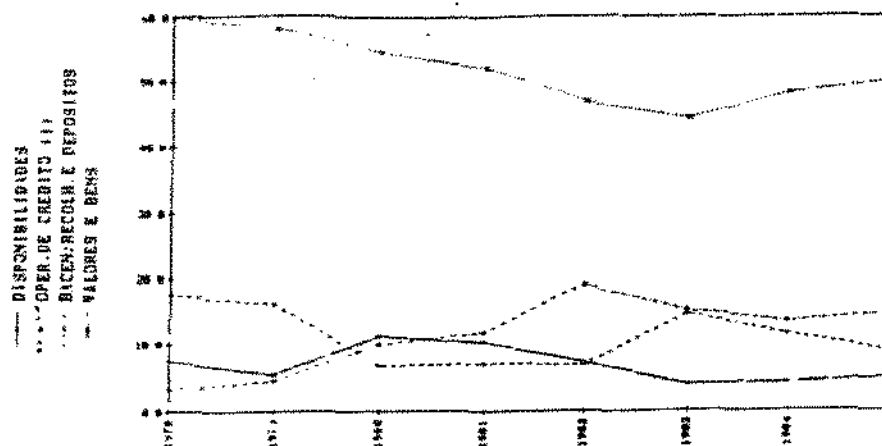
(*) BRADESCO, ITAU, REAL, UNIBANCO, NACIONAL, BAXERINDUS, MERCANTIL DE SAO PAULO, ECONOMICO, SAFRA
COMIND, AUXILIAR

GRÁFICO 1

PRINCIPAIS CONTAS DO ATIVO BANCÁRIO

GRANDES BANCOS PRIVADOS NACIONAIS

(X DO TOTAL DO ATIVO)



(1) INCLUI ADIANTAMENTO SOBRE CONTRATO DE CÂMBIO

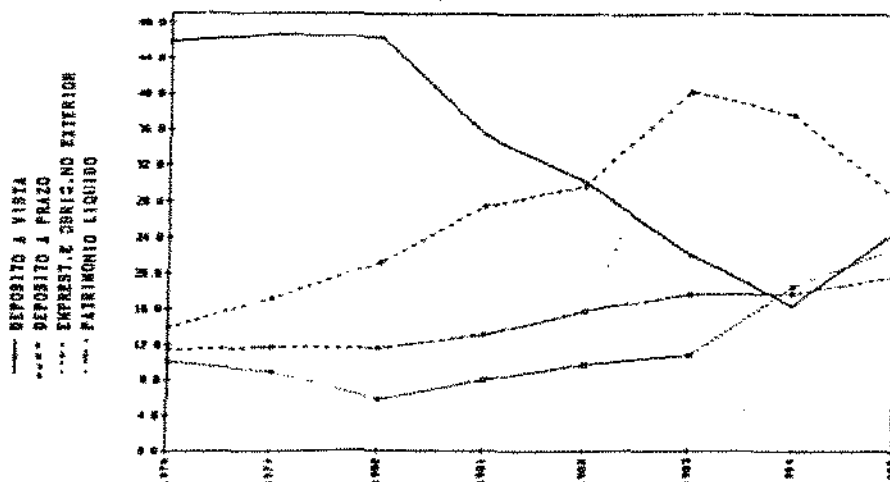
(*) BRADESCO, ITAU, REAL, UNIBANCO, NACIONAL, BAKERINDUS, MERCAPAULO, ECONOMICO, COMIND, AUXILIAR, SAFRA

GRÁFICO 2

PRINCIPAIS CONTAS DO PASSIVO BANCÁRIO

GRANDES BANCOS PRIVADOS NACIONAIS (*)

(X DO TOTAL DO ATIVO)



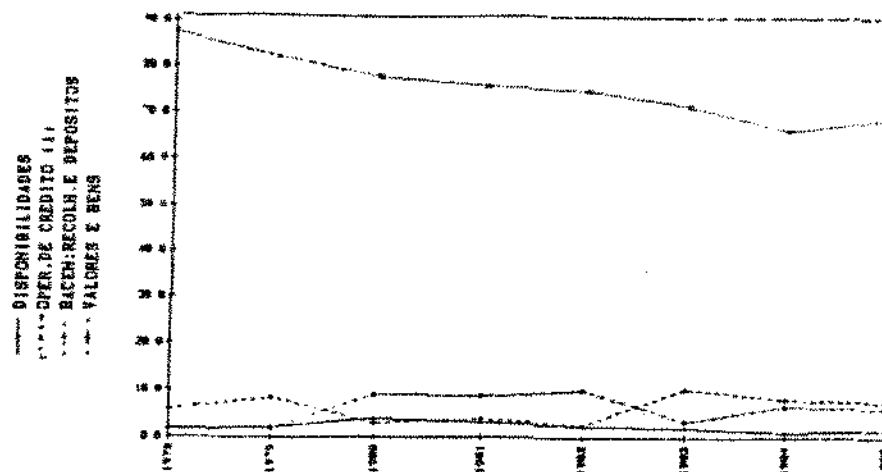
(*) BRADESCO, ITAU, REAL, UNIBANCO, NACIONAL, BAKERINDUS, MERCAPAULO, ECONOMICO, COMIND, AUXILIAR, SAFRA

GRÁFICO 3

PRINCIPAIS CONTAS DO ATIVO BANCÁRIO

GRANDES BANCOS ESTRANGEIROS (*)

(% DO TOTAL DO ATIVO)



(1) INCLUI ADIANTAMENTO SOBRE CONTRATO DE CAMBIO

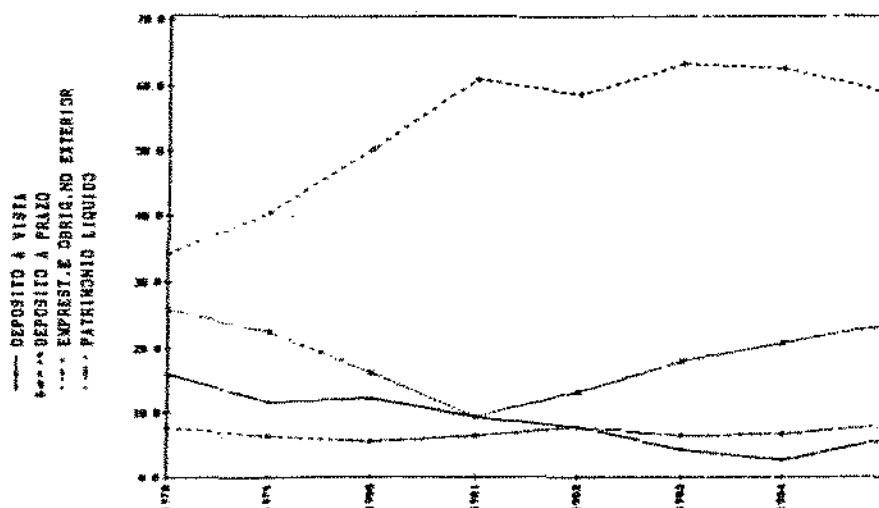
(*) CITIBANK, LAR BRASILEIRO, FRANCES E BRASILEIRO, SUDAMERIS

GRÁFICO 4

PRINCIPAIS CONTAS DO PASSIVO BANCÁRIO

GRANDES BANCOS ESTRANGEIROS (*)

(% DO TOTAL DO ATIVO)



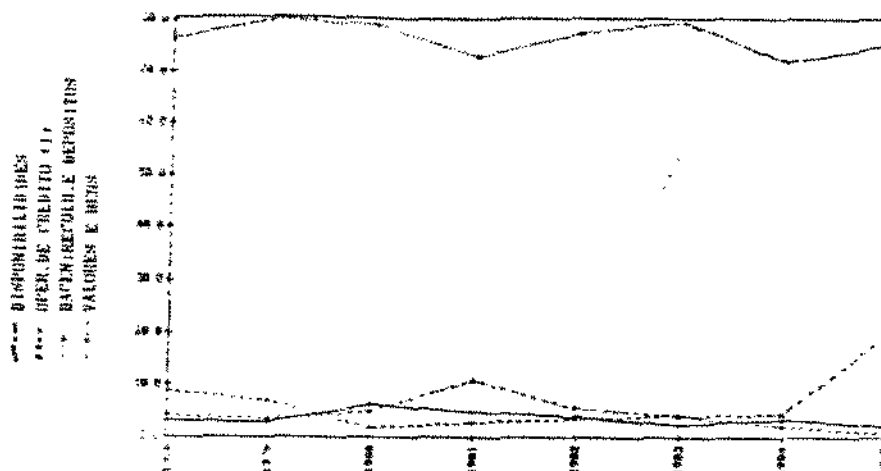
(*) CITIBANK, LAR BRASILEIRO, FRANCES E BRASILEIRO, SUDAMERIS

GRÁFICO 5

PRINCIPAIS CONTAS DO ATIVO BANCÁRIO

GRANDES BANCOS ESTADUAIS (*)

(% DO TOTAL DO ATIVO)



(*) INCLUI ADIANTAMENTO SOBRE CONTRATO DE CAMBIO

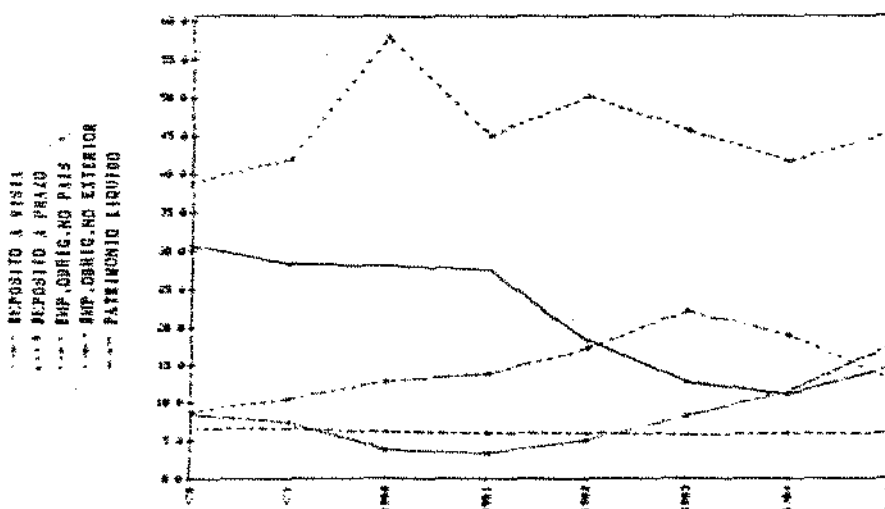
(**) BANESPA, BANERJ, CREDIREAL, BANRISUL, BEMGE, BANEB, BANESTADO

GRÁFICO 6

PRINCIPAIS CONTAS DO PASSIVO BANCÁRIO

GRANDES BANCOS ESTADUAIS (*)

(% DO TOTAL DO ATIVO)



(*) BANESPA, BANERJ, CREDIREAL, BANRISUL, BEMGE, BANEB, BANESTADO

GRÁFICO 7

DEPOSITOS A VISTA

1978 - 1985

(Cz\$ BILHOES DE 1986)

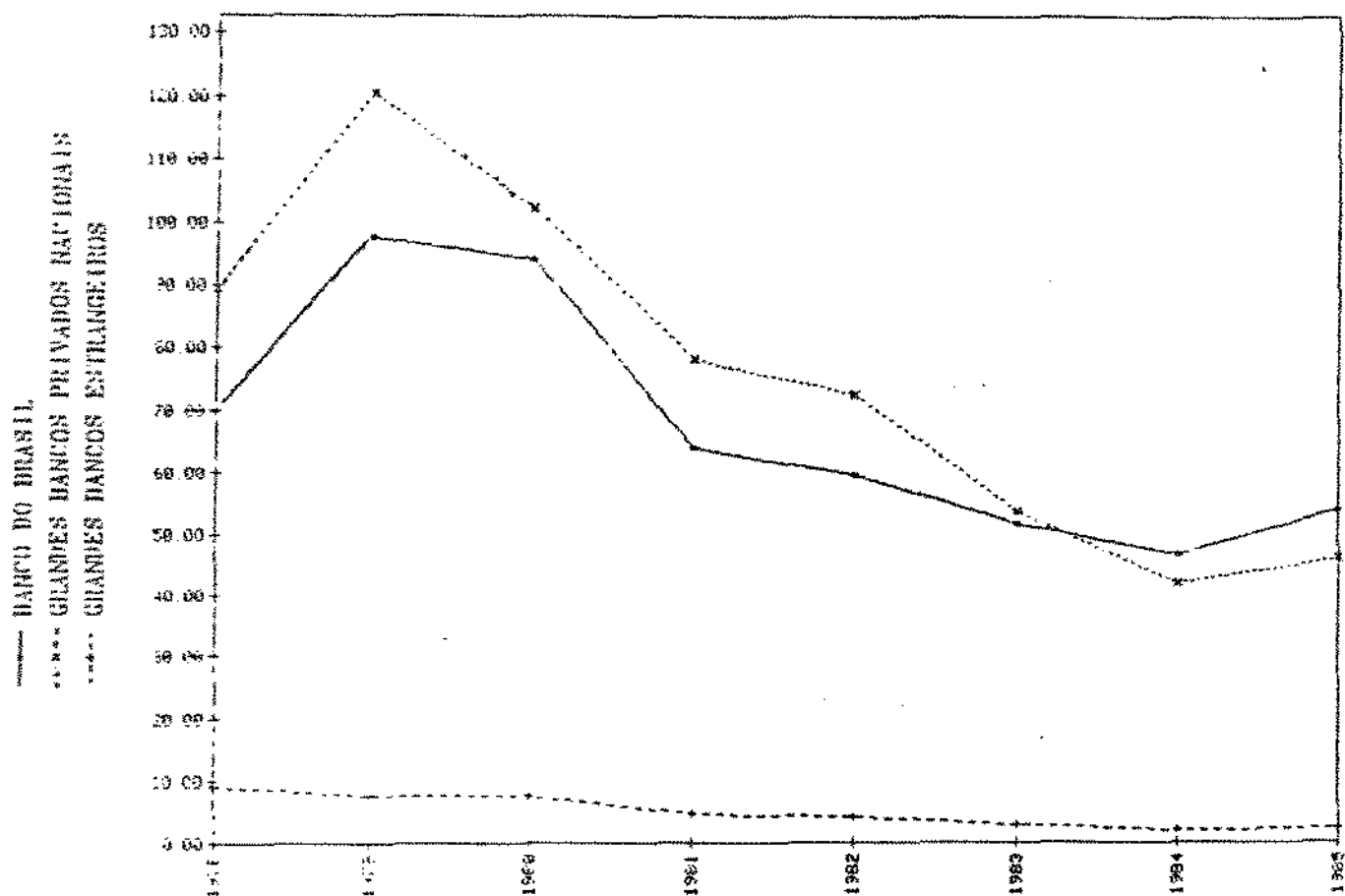


GRÁFICO 8

OPERACOES DE CREDITO

1978 - 1985

(Cz\$ BILHOES DE 1986)

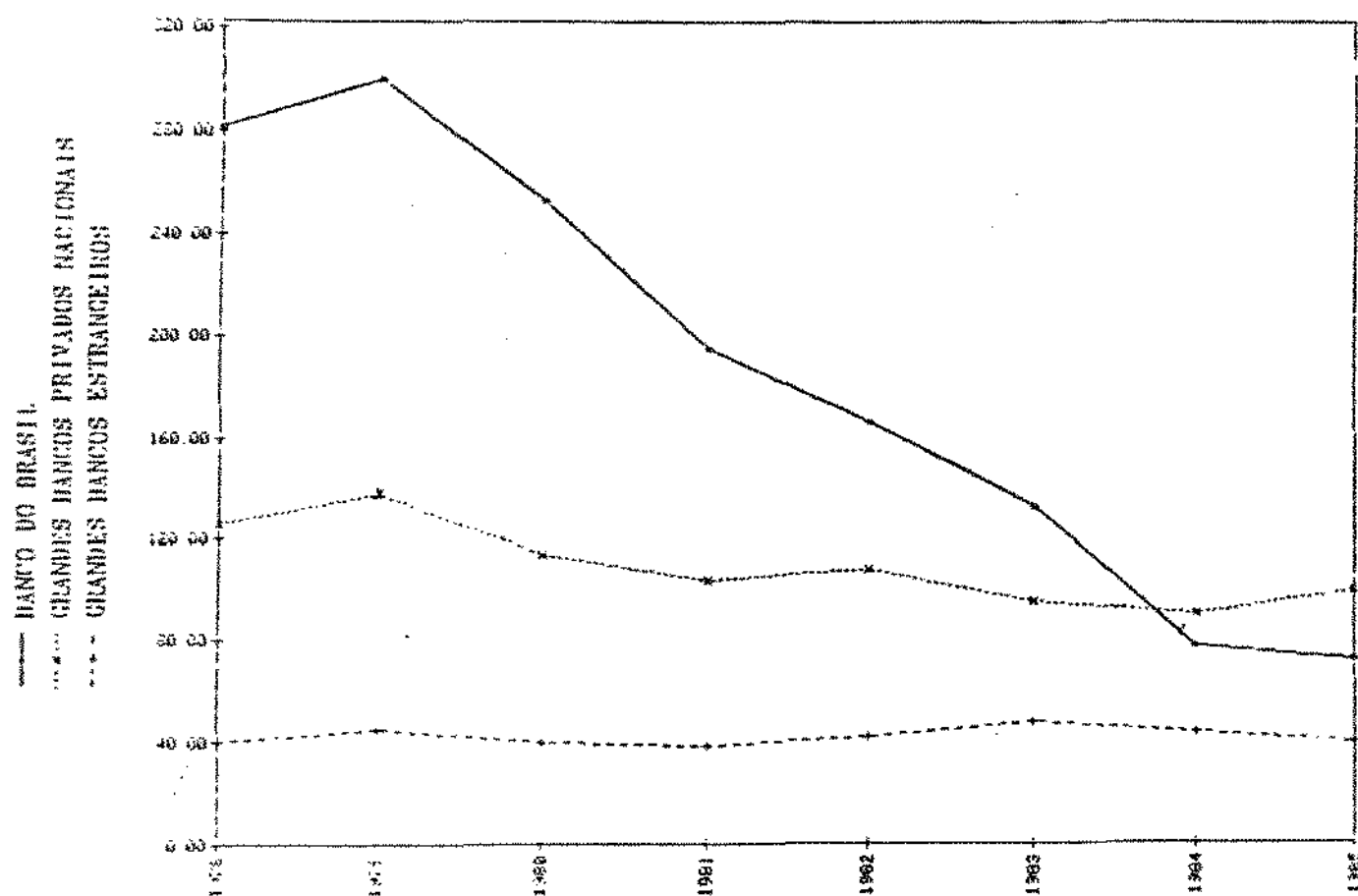


GRÁFICO 9

DESPESAS ADMINISTRATIVAS

1978 - 1985

(Cz\$ BILHOES A PRECOS MEDIOS DE 1986)

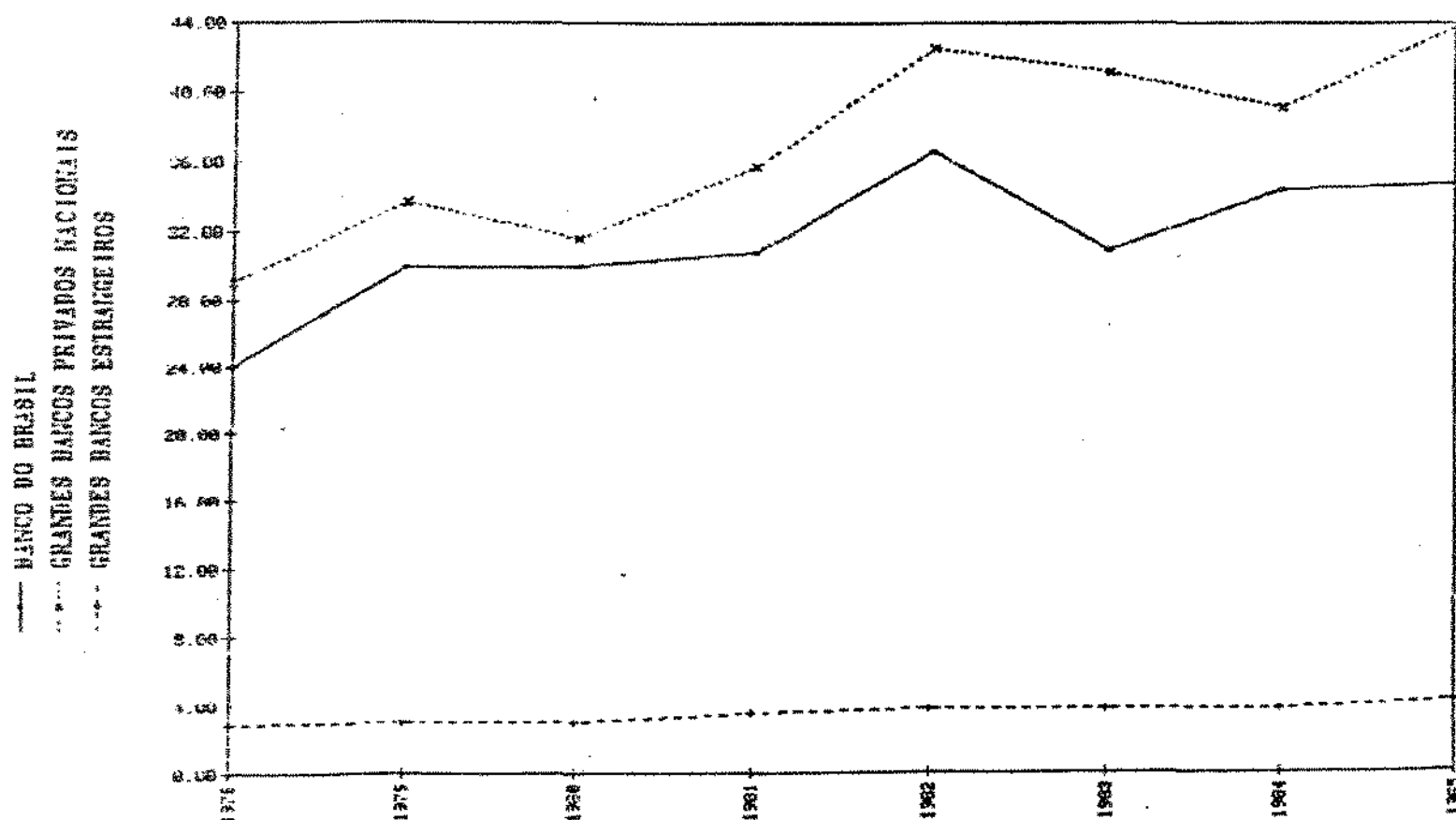


GRÁFICO 10

DESPESAS DE CAPTACAO

1978 - 1985

(Cz\$ BILHOES A PRECOS MEDIOS DE 1986)

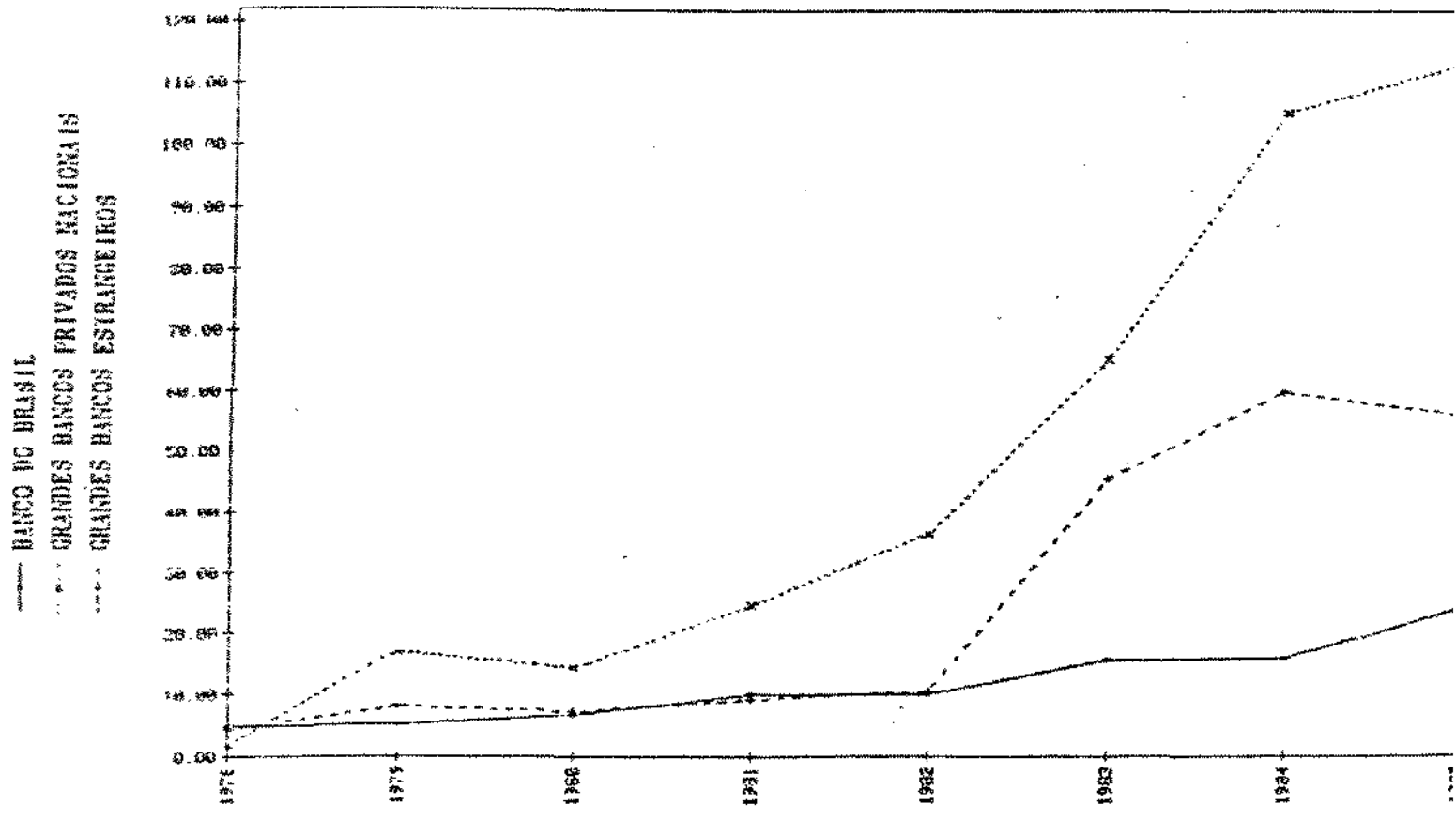


GRÁFICO 11

RECEITA DE OPERAÇÃO DE CRÉDITO

1978 - 1985

(Cz\$ BILHOES A PREÇOS MEDIOS DE 1986)

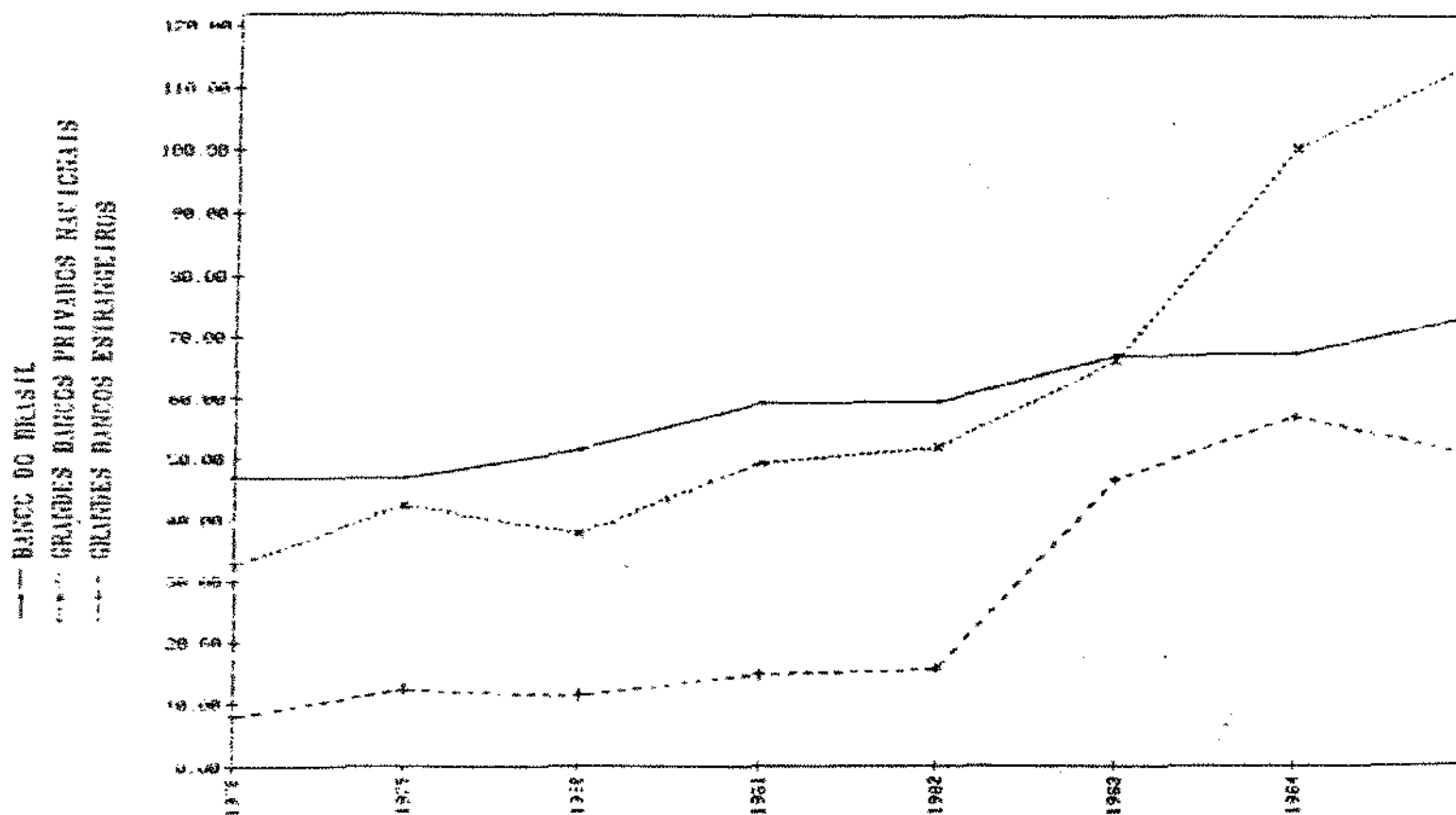


GRÁFICO 12

RECEITA DE SERVIÇOS BANCARIOS

1978 - 1985

(Cz\$ BILHOES A PREÇOS MEDIOS DE 1986)

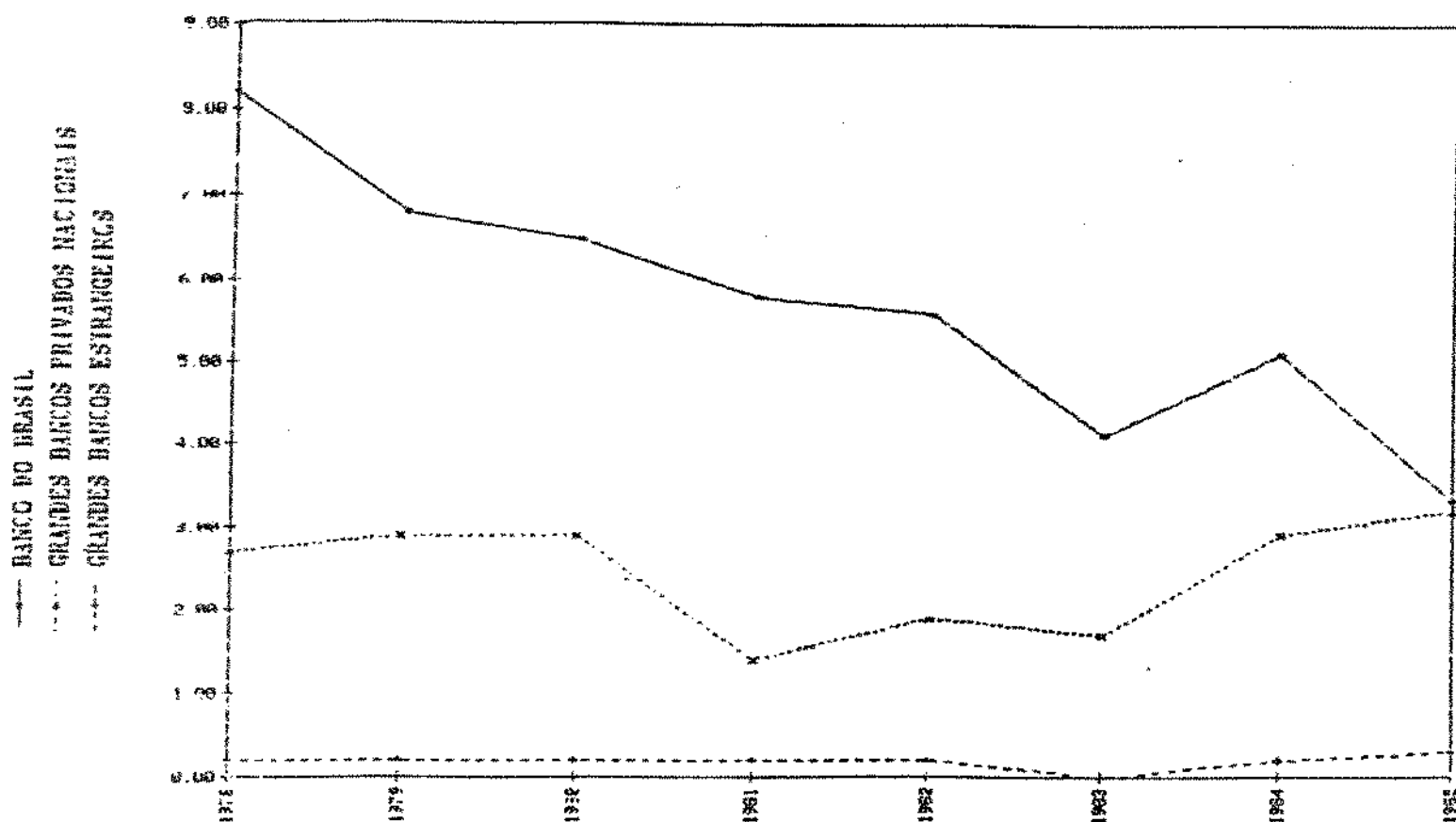


GRÁFICO 13

RENDAS E LUCROS FINANCEIROS

1978 - 1985

(Cz\$ BILHOES A PRECOS MEDIOS DE 1986)

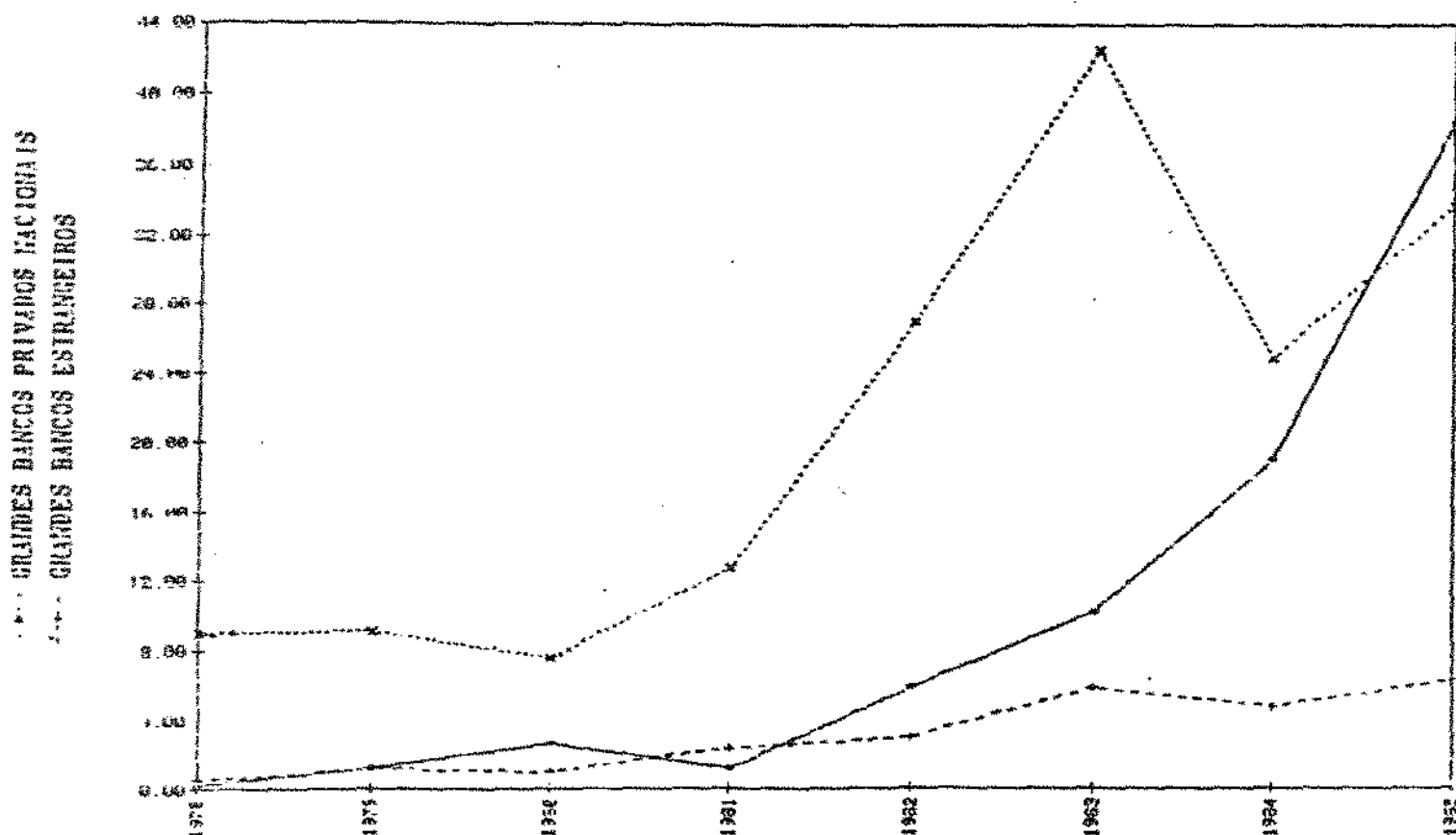


GRÁFICO 14

LUCRO ANTES DA CORRECAO

1976 - 1985

(Cz8 BILHOES A PRECOS MEDIOS DE 1986)

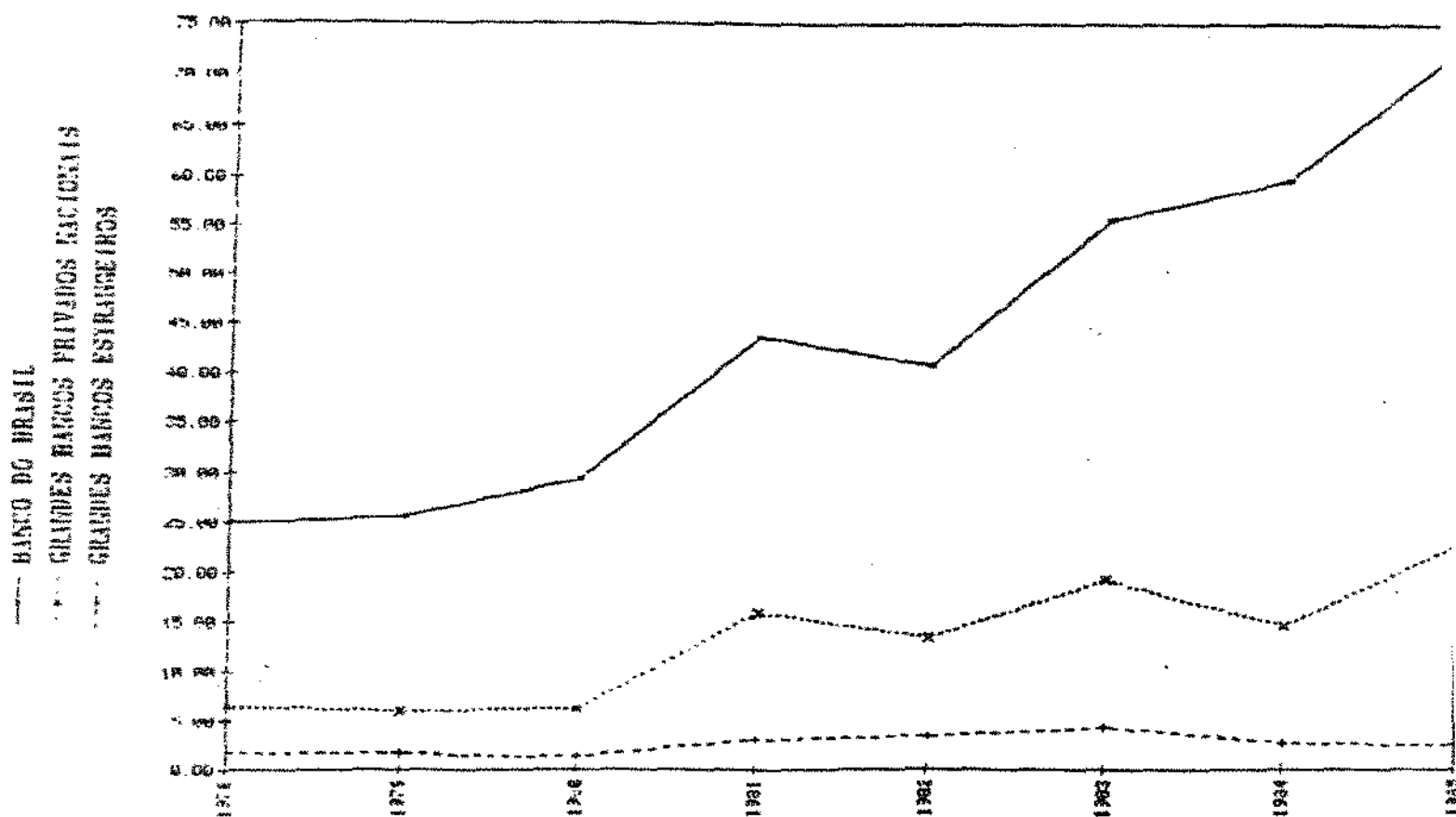
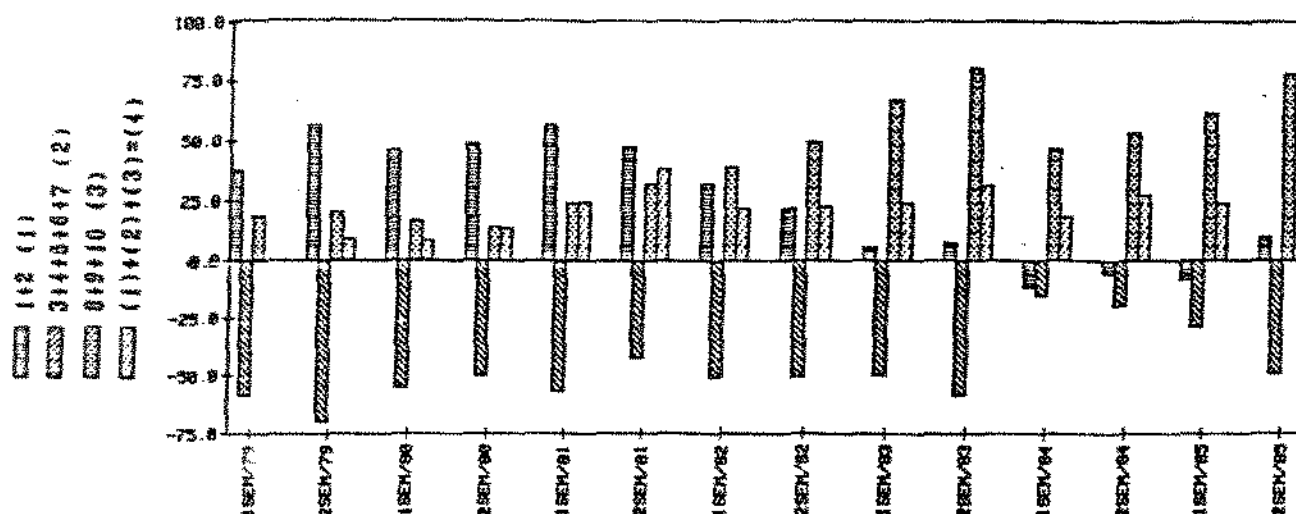


GRÁFICO 15

COMPOSICAO DAS TAXAS DE LUCRO POR SEMESTRE
 GRANDES BANCOS PRIVADOS NACIONAIS (*) - TOTAL
 (EM PORCENTAGEM)



(*) BRADESCO, ITAU, REAL, UNIBANCO, NACIONAL, BAMERINDUS, MERCAPAULO, ECONOMICO, SAFRA, COMIND, AUXILIAR

(1) OPER. DE CREDITO + (CAPTACAO)

(2) CAMBIO+SERV. BANC. +(DESP. ADM)+(DESP. PATR)+OUTRAS REC. DESP. LIQ.

(3) RENDAS E LUCROS FIN.+REC. NAO OPER. LIQ.+PARTICIPACOES

(4) TOTAL

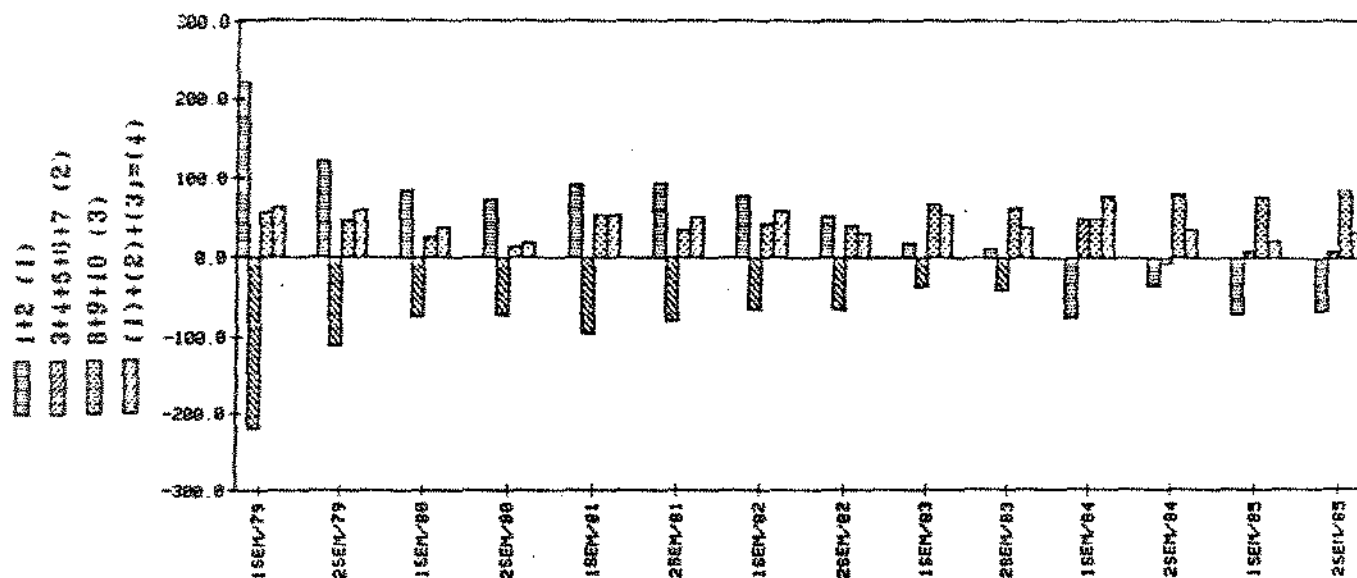
OBS.: TAXA - ITEM DIVIDIDO PELA MEDIA MENSAL DO PATRIMONIO LIQUIDO

GRÁFICO 16

COMPOSICAO DAS TAXAS DE LUCRO POR SEMESTRE

GRANDES BANCOS ESTRANGEIROS (*) - TOTAL

(EM PORCENTAGEM)



(*) FRANCES E BRASILEIRO, SUDAMERIS, CITIBANK, LAR BRASILEIRO

(1) OPER. DE CREDITO + (CAPTACAO)

(2) CAMBIO+SERV. BANC.+(DESP. ADM)+(DESP. PATR)+OUTRAS REC. DESP. LIQ.

(3) RENDAS E LUCROS FIN.+REC. NAO OPER. LIQ.+PARTICIPACOES

(4) TOTAL

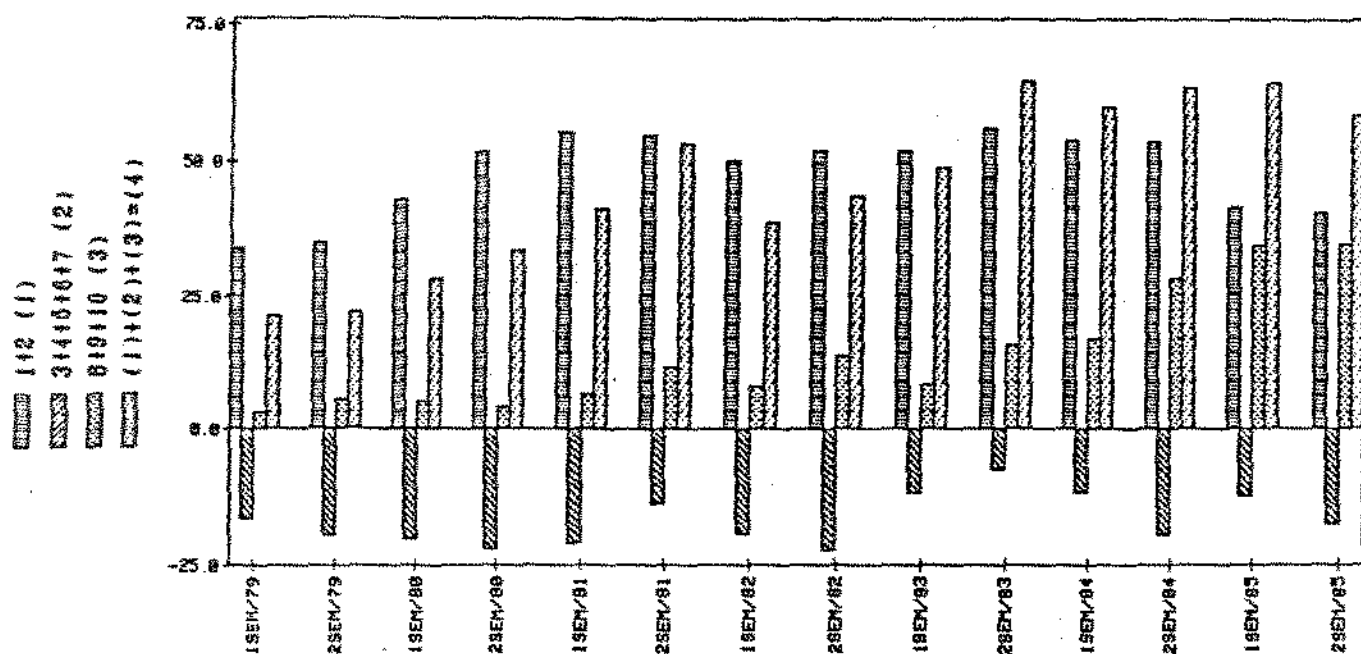
OBS.: TAXA - ITEM DIVIDIDO PELA MEDIA MENSAL DO PATRIMONIO LIQUIDO

GRÁFICO 17

COMPOSICAO DAS TAXAS DE LUCRO POR SEMESTRE

BANCO-DO BRASIL

(EM PORCENTAGEM)



(1) OPER. DE CREDITO + (CAPTACAO)

(2) CAMBIO+SERV. BANC.+(DESP. ADM)+(DESP. PATR)+OUTRAS REC. DESP. LIQ.

(3) RENDAS E LUCROS FIN.+REC. NAO OPER. LIQ.+PARTICIPACOES

(4) TOTAL

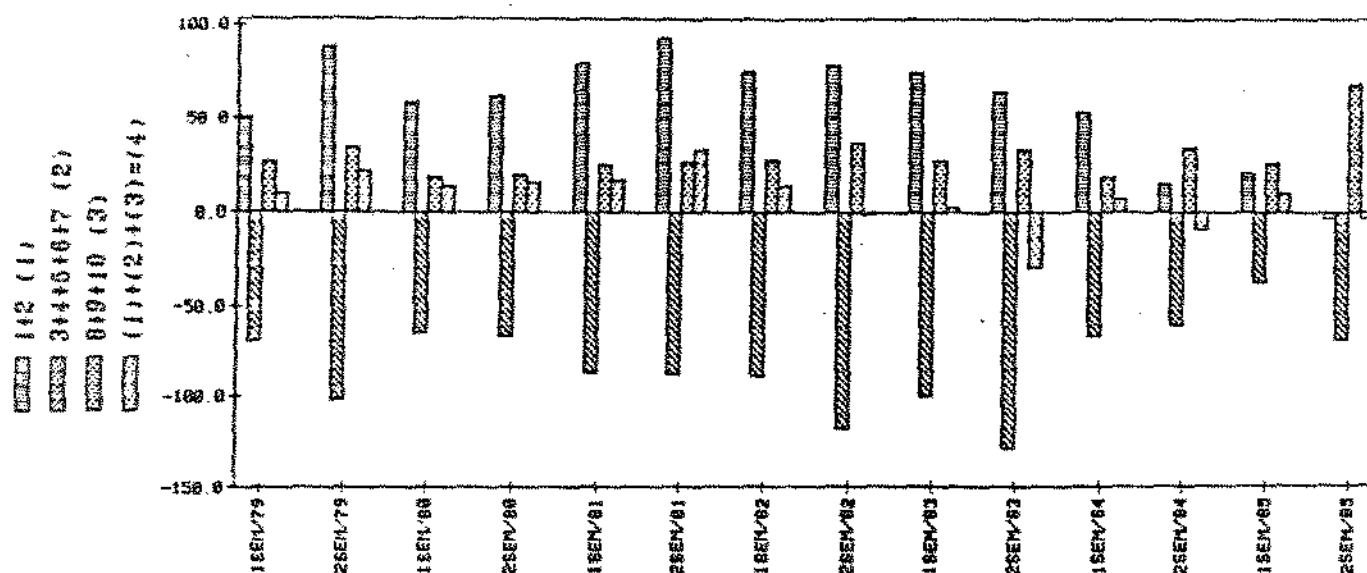
OBS.: TAXA - ITEM DIVIDIDO PELA MEDIA MENSAL DO PATRIMONIO LIQUIDO

GRÁFICO 18

COMPOSICAO DAS TAXAS DE LUCRO POR SEMESTRE

GRANDES BANCOS-ESTADUAIS (*) - TOTAL

(EM PORCENTAGEM)



(*) BANESPA, BANERJ, CREDIREAL, BANRISUL, BEMGE, BANEB, BANESTADO

(1) OPER.DE CREDITO + (CAPTACAO)

(2) CAMBIO+SERV.BANC.+(DESP.ADM)+(DESP.PATR)+OUTRAS REC.DESP.LIQ.

(3) RENDAS E LUCROS FIN.+REC.NAO OPER.LIQ.+PARTICIPACOES

(4) TOTAL

OBS.:TAXA - ITEM DIVIDIDO PELA MEDIA MENSAL DO PATRIMONIO LIQUIDO

3 - O PLANO CRUZADO E O SISTEMA BANCÁRIO

A estrutura e as contas do sistema bancário passaram pelo impacto decisivo, entre 1.985 e 1.987, de profundas variações das taxas de juros, cujo limite foi a sua redução até níveis nominais muito baixos em 1.986, com a reforma monetária que instituiu o cruzado.

Até então, nos anos 80, a trajetória brasileira, nos termos de uma política macroeconômica de ajustamento, pautou-se pelo aumento das taxas de juros acompanhado da contração do crédito bancário e da liquidez monetária, além de alterações profundas nos preços básicos e nos padrões de risco e expectativas da economia. O sistema bancário privado modificou-se com rapidez na direção apontada (item 2), reduzindo o crédito e orientando suas operações e serviços para obter o lucro da arbitragem inflacionária do dinheiro e das altas rendas dos títulos da dívida do setor público - o único devedor líquido primário nesses anos de crise e de instabilidade. O segmento privado estrangeiro ajustou-se mais limitadamente, mas não a ponto de fugir ao padrão que passou a vigorar para todo o conjunto privado nos anos 80, ou seja, o de apoiar o lucro global (crecente, aliás, no período) nas rendas financeiras oriundas da formação e administração de carteiras de títulos.

O sistema público de bancos, por outro lado, acumulava as distorções que, no caso dos bancos estaduais, culminariam em comprometer irremediavelmente sua estrutura patrimonial. No início de 1.987, o Banco Central determinou intervenção em sete bancos estaduais, mas mesmo os bancos que escaparam à intervenção, como o Banespa, mantiveram rentabilidade predominantemente fictícia. O Banco do Brasil sofreu grave regressão de suas operações, motivada por dois poderosos constrangimentos: 1) a desmonetização, minando sua fonte básica de captação, quase toda ela dependente dos depósitos à vista. O processo que permitiu ao BB transformar-se gradativamente em banco múltiplo, com diversificação das fontes de captação, teve início somente em 1.986; 2) o ajuste monetário patrocinado pela política recessiva que fazia recair sobre os empréstimos do BB o fechamento final das contas. No processo, o BB perdeu dois terços de sua expressão histórica no crédito ao setor privado, mas pôde preservar elevadíssima rentabilidade, beneficiando-se da arbitragem inflacionária do dinheiro e, do acesso automático dos recursos a custo zero da famosa "Conta de Movimento", encerrada somente em 1.986.

Uma mudança positiva para o sistema vinha ocorrendo desde o segundo semestre de 1.985, com antecedência, portanto, à reforma monetária. A política econômica patrocinou aí a redução das taxas reais de juros que se mostravam excessivamente altas (na casa dos 20% a.a.), expandiu a liquidez e iniciou processo de recuperação dos empréstimos do Banco do Brasil, sobretudo no crédito rural. Foram visíveis os efeitos dessas medidas nas contas dos bancos, como os gráficos podem comprovar. O crédito recuperou-se, o risco da

inadimplência das empresas diminuiu, refletindo-se nos créditos em liquidação, e, se na formação da renda bancária perderam expressão os ganhos financeiros que se nutriam dos altos juros da dívida pública, houve a compensação de maiores resultados líquidos nas operações de crédito efetivadas a mais baixo risco. O lucro bancário cresceu, seja qual for o conceito utilizado, o mesmo ocorrendo com a taxa de rentabilidade (Ver Tabelas 6 e 7). Ou seja, em um processo ordenado de queda das taxas de juros e de recuperação da liquidez, o sistema bancário reagiu alterando a estrutura dos seus ativos (maior crédito, cuja demanda o crescimento da economia e as menores taxas de juros incentivavam) e recompondo com maior equilíbrio em suas fontes de renda, com menor risco de operação.

O ano de 1.985 foi também de grave crise bancária, com a quebra de três grandes bancos privados nacionais e alguns outros de pequeno e médio porte. O efeito da crise de confiança que se instalou merece ser observado. Tudo se passou como se fosse instaurado o risco nas aplicações, a partir de uma situação original de sua virtual ausência, o que incentivava as aplicações indexadas e as altas taxas de juros reais, mesmo a curto prazo. Os aplicadores reagiram, através da recomposição dos critérios de rentabilidade, liquidez e segurança, quando antes apenas o primeiro motivo se mostrava relevante; os dois últimos eram supostamente preenchidos. No sistema bancário, e em especial para os grandes bancos, e entre estes, os mais sólidos, isso repercutiu através da queda de depósitos a prazo e elevação dos depósitos à vista - estes, por definição, de liquidez máxima, protegidos pela legislação em vigor e sem custo para os bancos.

TABELA 6

INDICADORES DE RENTABILIDADE BANCARIA(*) - GRANDES BANCOS PRIVADOS NACIONAIS

Em milhões de cruzados médios **															
TOTAL						BRADESCO E ITAU					EXCETO BRADESCO E ITAU				
PERIODO	(A) Rendas de Operações de Crédito (Liq.) (1)	(B) Rendas e Lucros financeiros (Liq.) (2)	(C) Resultado Operacional	A/C	B/C	(A) Rendas de Operações de Crédito (Liq.) (1)	(B) Rendas e Lucros financeiros (2)	(C) Resultado Operacional	A/C	B/C	(A) Rendas de Operações de Crédito (Liq.) (1)	(B) Rendas e Lucros financeiros (2)	(C) Resultado Operacional	A/C	B/C
1o. SEMESTRE/85	-3059.8	44734.8	24528.9	-0.12	1.82	6677.0	17568.4	17567.5	.38	1.00	-9736.7	27166.4	6961.4	-1.40	2.90
2o. SEMESTRE/85	5543.7	33987.3	25511.4	-0.21	1.33	8917.3	18015.0	17439.2	.51	1.03	-3373.5	15463.3	8071.9	-0.42	1.98
1o. SEMESTRE/86	14889.8	15865.3	11245.2	1.32	1.41	9890.3	9527.4	8969.5	1.10	1.06	4998.9	6338.0	2275.5	2.20	2.79
2o. SEMESTRE/86	29210.5	14492.1	16948.0	2.01	.86	15527.5	7394.3	9984.8	1.56	.74	13693.0	7097.8	6363.2	1.97	1.02
1o. SEMESTRE/87	15613.7	52224.0	30177.0	.52	1.73	12979.6	25524.1	17970.3	.72	1.42	2634.1	26699.9	12208.7	.22	2.19

* Deflator: IEP-DI

** Valores do primeiro semestre de 1987.

1 - Rendas de Operação de Crédito - Despesas de Depósitos - Despesas de Obrigações por Empréstimos

2 - Rendas de Valores Mobiliários + Resultado de Transação com Valores Mobiliários (Receita) - Resultado de Transação com Valores Mobiliários (Despesas)

TABELA 7

RENTABILIDADE 1.985/87

PERIODO	GRANDES BANCOS PRIVADOS (1)	BRADESCO E ITAU	GRANDES BANCOS EXCETO BRADESCO E ITAU	MEDIOS (2)	PEQUENOS (3)	ESTRANGEIROS (4)	BANCO DO BRASIL	BANESPA
LUCRO EFETIVO/PATRIMONIO LIQUIDO (%)								
1o. SEMESTRE/85	15.9	20.7	10.3	5.3	15.5	19.9	44.2	14.8
2o. SEMESTRE/85	20.0	24.9	14.3	13.3	17.8	25.0	41.0	24.7
1o. SEMESTRE/86	12.4	14.5	9.8	3.9	4.2	9.7	28.5	14.2
2o. SEMESTRE/86	13.6	14.1	13.1	14.0	16.7	19.4	9.4	22.9
1o. SEMESTRE/87	17.2	18.7	15.6	18.1	14	38.3	45.5	41.8
LUCRO LIQUIDO/PATRIMONIO LIQUIDO (%)								
1o. SEMESTRE/85	10.3	12.9	7.3	4.5	6.8	5.7	11.3	9.1
2o. SEMESTRE/85	13.3	15.9	10.2	8.6	9.7	10.6	12.4	17.0
1o. SEMESTRE/86	7.0	8.0	5.8	4.1	1.4	2.8	2.2	2.3
2o. SEMESTRE/86	9.8	9.8	9.8	9.6	9.3	11.5	2.5	18.9
1o. SEMESTRE/87	8.2	7.6	8.8	8.9	5.4	24.3	14.0	25.2

Obs.: As relacoes foram calculadas a partir dos valores nominais

(1) Bradesco, Itau, Real, Unibanco, Nacional, Bamerindus, Mercantil de Sao Paulo, Economico, Safra.

(2) Noroeste, BCN, bandeirantes, Boa Vista.

(3) Mercantil de Descontos, F.Barreto, Banqueiros, Induscred

(4) America do Sul, Banco de Boston, Banco Cidade, Chase Manhattan Bank, Citibank, Lloyds, Frances e Brasileir

As observações acima dão uma idéia do que se poderia esperar de um processo ordenado de redução de juros, reativação da liquidez e restauração do risco nas aplicações financeiras sobre a estrutura e conta do sistema bancário. Dotado de alta flexibilidade em suas operações ativas e passivas - asseguravam isto: o baixo comprometimento com operação de longo prazo, a alta liquidez acumulada pelos bancos e preservada durante o período de ajustamento e a grande flexibilidade administrativa e operacional do sistema bancário não estatal - os bancos não teriam dificuldade de adaptação a um processo ordenado como este, embora fosse impossível preservar as taxas de lucro extraordinárias do período do ajustamento.

É claro que a reforma monetária de fevereiro de 1.986 não tinha por objetivo primordial restaurar padrões bancários adequados, embora, por pretender eliminar a inflação seguramente concorria para isso. Porém resultou do próprio êxito do Plano uma alteração tão repentina e radical na estrutura bancária (muito diferente do impacto de um processo ordenado de reestruturação), que ensejou duas repercussões importantes das quais trataremos a seguir.

3.1 - O Impacto do Cruzado na Rentabilidade Bancária

A primeira delas foi menos relevante, porém de efeito imediato e psicologicamente muito delicada em termos da sustentação dos valores das ações dos bancos no mercado acionário e da confiança do público no sistema bancário privado: a quebra do lucro da arbitragem inflacionária do dinheiro, quando toda a estrutura bancária, seus serviços e seus investimentos em informatização estavam orientados na direção dessa fonte de renda. Houve consenso de que o sistema bancário sofreria imediatas perdas que se refletiriam nos demonstrativos de meio-de-ano. Os bancos procuraram aumentar as rendas de serviços, já que no congelamento decretado em fevereiro foi aberta exceção para o aumento de tarifas. Foram ainda concedidas facilidades nos processos de fechamento de agências e dispensa de pessoal, com regalias para diluição dos custos desses processos nos demonstrativos. Os bancos chegaram também a pleitear redução do depósito compulsório sobre os depósitos à vista e remuneração dos recolhimentos ao Banco Central, sem concordância do Governo. A queda dos valores reais no lucro bancário e nas taxas de rentabilidade que se verificam no primeiro semestre de 1.986 refletem esses fatores (1) inclusive os "atenuantes" de curto prazo obtidos pelos bancos - redução de despesas administrativas e obtenção de rendas de serviços. A propósito, contribuiu para que o lucro contábil dos bancos não caísse até níveis talvez negativos a menor formação de reservas de proteção contra a inadimplência dos empréstimos. Os valores de "despesas patrimoniais"

(1) A aplicação da tabela de conversão nas contas bancárias também concorreu para o resultado. Nos grandes bancos privados nacionais a conversão custou Cr\$ 2,3 bilhões (a preços médios do primeiro semestre de 1.987), quase um quarto do resultado operacional. O BB descontou Cr\$ 22 bilhões, mais da metade do lucro operacional. No Banespa a perda foi de Cr\$ 1 bilhão, dois terços do lucro. Os bancos estrangeiros registraram pequeno ganho na conversão.

caem sensivelmente, acompanhando a queda dos créditos em liquidação a partir da maior solidez financeira das empresas, obtida a partir das novas condições de estabilidade e crescimento da economia.

A queda do lucro e da rentabilidade do Banco do Brasil (proporcionalmente, a maior entre todos os segmentos) tem origem ainda em uma outra razão: o BB perdeu desde fevereiro de 1.986 o acesso elástico à Conta de Movimento, cujo valor foi congelado nessa data. Em compensação, receberia pagamento pelos serviços executados em nome do Tesouro Nacional e ainda seria ressarcido pelo custo incorrido nas operações a juros favorecidos que realizasse por decisão de política econômica. Nenhum desses comprometimentos chegou a concretizar-se no semestre de implantação da reforma, nem no seguinte(2). Um compromisso, no entanto, o Governo não pôde deixar de cumprir junto ao BB: conceder ampla liberdade em suas operações de crédito. Em um momento em que se desenvolvia rápida remonetização, isso significou a impossibilidade de controle do crédito na economia.

A remonetização foi processo que se concentrou nos bancos com mais ampla rede de agências e penetração no público, como o BB, que quase duplicou seus depósitos à vista (93% reais) no primeiro semestre de 1.986. Isso formou a base para a ampliação de seus empréstimos, cujo saldo cresceu em Cz\$ 156,9 bilhões (a preços médios de junho), ou 56,1% reais nesse semestre. E não foram apenas os financiamentos rurais, que a política econômica vinha recuperando após

(1) Apenas no início de 1.987, efetuaram-se os pagamentos devidos de 1.986. Em grande parte, a elevadíssima rentabilidade do BB no primeiro semestre de 1.987 deve-se a isso.

muitos anos de declínio, responsáveis por essas marcas. O crédito rural cresceu no semestre 32,6%, ao passo que o crédito geral (empréstimos e títulos descontados) evolui 76,2%. Do ponto de vista macroeconômico, seria preferível que o Governo cedesse às pressões para elevar a rentabilidade do BB após o congelamento da Conta de Movimento, e preservasse, em compensação, o controle de crédito, de forma a poder ordená-lo em um momento crítico como aquele em que recém se instalava a reforma do Cruzado e as reações ao nível do gasto começavam a desenvolver-se, de forma, aliás, não inteiramente antecipada pelos executores da política econômica. O impacto de tais movimentos incontrolláveis a nível do BB não se limitaram ao aumento da capacidade de dispêndio que o seu próprio crédito exerceu diretamente. Dada a posição do banco, sua disseminação na economia em termos regionais, seus clientes típicos (pequenas e médias empresas), bem como a magnitude do avanço do crédito que proporcionou em meio à profunda mudança na forma da conservação do poder de compra (na direção do dinheiro "velho", monetário), o efeito foi muito mais profundo, multiplicando-se através do mecanismo clássico de criação da moeda bancária. O poder de compra potenciou-se mediante sucessivas ondas de avanço do crédito pelo sistema bancário, propiciadas pela ampliação de sua capacidade de financiamento a partir da multiplicação de depósitos. De fato, quem comanda a evolução do crédito após o "boom" inicial do BB são os grandes bancos privados nacionais e, dentre esses, especialmente os líderes "varejistas", Bradesco e Itaú (1). O processo teria continuidade não fosse interrompido pela crise e pela reexplosão inflacionária que tiveram lugar desde fins de 1.986.

(1) No segundo semestre de 1.986, os grandes nacionais expandem o crédito em 45,5% (10,7% no semestre anterior). O BB reduz sua taxa para 19,5%. Juntos, BB e grandes bancos, aumentam seus empréstimos (em valor de junho) em Cr\$ 265,4 bilhões (Cr\$ 180,2 bilhões referentes aos grandes privados).

3.2 - Recomposição Patrimonial e a Evolução do Crédito Bancário

A segunda repercussão da reforma monetária foi mais profunda. Está vinculada à própria estrutura bancária e relacionada ao que vínhamos comentando acima, acerca da dificuldade do controle de crédito na economia, em face de tantas e tão profundas mudanças detonadas pela reforma monetária.

Foi visto que o sistema bancário privado (os estrangeiros com postura muito mais cautelosa) reagiu como que formando uma onda secundária, ampliando violentamente o crédito no segundo semestre de 1.986. A política financeira não impôs restrições a esse movimento (1) mais explosivo ainda do que o do BB no primeiro semestre. Também aqui o ideal seria que o crédito pudesse constituir instrumento para melhor ordenar a demanda setorial e global, bem como para conter as pressões cada vez mais generalizadas contra a estabilidade do Cruzado. Mas isso envolveria um choque muito violento da política econômica com a estratégia de sustentação dos lucros que os bancos tiveram que adotar, a menos que o lucro bancário fosse preservado mediante subsídio, ou que o Governo ampliasse fortemente seu controle sobre o sistema bancário, no limite, assumindo sua administração durante a transição do Cruzado e interrompendo a negociação dos títulos dos bancos nos mercados financeiros e nas bolsas para evitar uma crise generalizada. Medidas como essas nem sequer chegaram a ser cogitadas pelo Governo, e certamente, nem seriam

(1) Exceto por medidas de contenção do crédito ao consumo das financeiras.

viáveis do ponto de vista político. Sequer houve espaço para que o Governo adotasse medidas mais ou menos consensuais em termos de política monetária em situações como a que se está reportando, como a elevação do compulsório sobre os depósitos à vista ou a fixação de limites quantitativos ao crédito.

A política de dívida pública desenvolvida no ano do Cruzado, juntamente com o fim da arbitragem inflacionária praticada pelos bancos, teve influência decisiva na reorientação da origem e na limitação da magnitude possível de lucro bancário. O sucesso inicial do Plano em fazer desabar a taxa de inflação e as taxas nominais de juros implicou para os bancos, de um lado, o retorno aos padrões de custo e receita dos anos anteriores ao ajustamento e à crise da economia, em termos de despesas de captação, despesas administrativas e patrimoniais, além de receitas de serviços, concorrendo para melhorar suas contas patrimoniais e de resultado; de outro, significou o estreitamento quase absoluto dos ganhos financeiros oriundos da arbitragem do dinheiro (consultar os gráficos 23-25). Por seu turno, a política da dívida pública que, após ter iniciado a queda das taxas reais no segundo semestre de 1.985, se propôs virtualmente a zerar as taxas reais através da introdução da LBC em meados do ano seguinte, significava anular parte dos ganhos antes muito expressivos das carteiras de títulos públicos, enquanto fosse mantida a estabilidade (1). Esta, embora implicasse em um avanço na estrutura bancária, por melhorar padrões de custo e receita, por baratear a captação e reduzir

(1) Os grandes bancos privados nacionais, que chegaram a auferir Cr\$ 78 bilhões de lucros e rendas financeiras no primeiro semestre de 1.985, vêem esta margem cair para Cr\$ 35 e 32 bilhões no 1º e 2º semestre de 1.986, respectivamente. Para os estrangeiros, a queda foi de Cr\$ 23 bilhões para cerca de Cr\$ 6,1 bilhões em ambos os semestres de 1.986. (Valores reais a preços básicos de 1.927).

riscos das operações ativas e passivas, impunha uma reacomodação patrimonial muito rápida aos bancos, sob pena de ficarem suspensas as fontes de onde poderiam extrair renda para sustentar a rentabilidade. O sentido da reacomodação só poderia ser do setor público para o setor privado; de quem se propunha a reduzir seu endividamento líquido para quem novamente se habilitava a contrair dívidas, o que pressupunha, dada a velocidade de todos os processos envolvidos - a queda das taxas de juros, acompanhada da remonetização e mudança na composição da dívida pública -, fortíssima aceleração do crédito. A alternativa para os bancos, de não apostar na preservação da estabilidade e absorver perdas (ou os não-ganhos) não reagindo o crédito, esbarrava na concorrência interbancária e na premência dos resultados a curto prazo. A explosão do crédito foi, assim, inevitável, constituindo-se no componente individual mais importante de aceleração da demanda durante a vigência do congelamento. O crescimento do crédito ao setor privado concedido pelo sistema financeiro entre fevereiro e dezembro de 1.986 alcançou 38,2% reais, sendo que para o sistema de bancos (inclusive BB) o aumento foi de 86,7%. Para o sistema financeiro como um todo, o crédito novo correspondeu a 12% do PIB e a 10,9%, apenas considerando os bancos comerciais.

Segundo os dados reunidos pela pesquisa para os grandes conglomerados privados, os financiamentos cresceram nada menos do que 38,8% (em termos reais) no segundo semestre de 1.986. Os dados mostram também como desabou o lucro dos grandes conglomerados bancários, antes que estes promovessem a recuperação do crédito (-51,8%), assim como o reerguimento do lucro tendo como base as maiores rendas de operações de crédito. (Tabela 8 e 9).

Cabe uma referência ao sistema bancário estadual. Em 1.986, melhoraram visivelmente as contas do Banespa, as quais, de um modo ou de outro, estavam tão comprometidas com aplicações virtualmente irrecuperáveis ou de baixíssimo retorno, como os demais sistemas bancários estaduais. O crescimento no passivo de recursos a custo zero dos depósitos à vista seria um importante componente a contrarrestar a qualidade e o alto prejuízo com os ativos, vinculados ou ao próprio setor público, ou a aplicações sociais, das agências estaduais.

Quanto ao BB, consolidou-se no ano a sua tendência a independentizar-se da orientação direta da política monetária e creditícia do Governo, de forma que pareceu irreversível seu movimento de transformação em banco múltiplo, operando sob comissão nas atividades de interesse do Governo.

A reversão dos processos aqui resumidos se deu no primeiro semestre de 1.987, tão rapidamente quanto se haviam desenvolvido em 1.986. Retornam os padrões de risco, custo e receita anteriores, refletindo-se particularmente no decréscimo do resultado líquido das operações de crédito e na volta das rendas e lucros financeiros como fonte básica do lucro bancário. Como, no entanto, alguns resquícios da estabilização ainda marcavam presença ao longo do semestre (como a participação relativamente alta dos depósitos à vista), os bancos puderam recompor rapidamente a rentabilidade anterior, em alguns casos batendo recordes, esbarrando apenas em um

empecilho: o custo do elevado risco que incorreram na aceleração do crédito no segundo semestre de 1.986, em parte assumido pelo Governo. Os créditos em liquidação cresceram vertiginosamente. No caso dos bancos estaduais, todos os ganhos foram neutralizados, embora a rentabilidade fictícia que apresenta a principal agência paulista, o Banespa, pareça indicar melhora. O BB segue um percurso à parte, aprofundando as mudanças que vinha promovendo desde o ano anterior, e, convém ressaltar, contando em 1.987 com os recebimentos dos serviços prestados ao Governo federal em 1.986, e que engordaram os lucros do semestre.

Revelou o sistema bancário no Brasil que, seja ostentando lucros reais (sistema de grandes bancos privados) ou fictícios (bancos estaduais), sua estruturação se adequou melhor à inflação e aos riscos altos, revelando enorme flexibilidade em transformar em lucros adicionais cada rodada de aceleração inflacionária e dos juros nominais.

TABELA 8

BANCOS COMERCIAIS PRIVADOS - EVOLUÇÃO DA CAPTAÇÃO E EMPRÉSTIMOS (1)

Taxas de crescimento real/semestrais em percentagem

PERÍODO	GRANDES PRIVADOS NACIONAIS				GRANDES ESTRANGEIROS				MÉDIOS				PEQUENOS			
	Dep. a Vista	Dep. a Prazo	Dep. Totais	Oper. a Crédito	Dep. a Vista	Dep. a Prazo	Dep. Totais	Oper. a Crédito	Dep. a Vista	Dep. a Prazo	Dep. Totais	Oper. a Crédito	Dep. a Vista	Dep. a Prazo	Dep. Totais	Oper. a Crédito
2o. SEMESTRE/85	35.3	-7.0	16.1	12.8	31.10	-1.1	11.1	8.2	37.3	-34.1	-10.4	-14.9	46.6	-12.1	2.60	12.4
1o. SEMESTRE/86	129.6	-41.3	67.5	6.6	102.50	-1.2	43.2	13.9	90.7	14.1	53.0	27.0	133.2	-9.0	41.90	27.7
2o. SEMESTRE/86	16.2	103.7	27.3	56.7	9.90	77.1	36.9	37.6	11.6	149.7	62.3	51.3	-3.2	183.1	73.50	69.4
1o. SEMESTRE/87	-66.6	-49.6	-63.1	-43.6	-67.80	-43.5	-55.1	-41.8	-67.2	-50.5	-57.8	-25.9	-65.1	-30.8	-42.10	-35.1

TABELA 9

CONGLOMERADO GRANDES BANCOS PRIVADOS NACIONAIS(*)

Em milhares de cruzados de junho/87

DISCRIMINACAO	1o.SEMESTRE/85	2o.SEMESTRE/85	1o.SEMESTRE/86	2o.SEMESTRE/86	1o.SEMESTRE/87
Financiamento(1)	624820.9	645514.4	622725.1	864479.5	482206.1
Captação(2)	607808.4	605343.9	702303.3	942549.3	413756.5
Patrimônio líquido	226363.5	214969.5	244930.5	255966	249277.5
Lucro Efetivo(3)	48444.2	45468.2	25576.5	26324.2	57126.5
Lucro Líquido(3)	20932.3	23115.4	11144.4	16776.4	17098

(*) Bradesco, Itau, Real, Economico, Safra, nacional, Bamerindus, Mercantil-Finasa.

O conglomerado compreende o banco comercial, o banco de investimento e a financeira.

(1) Inclui as contas de financeiras e repasse dos bancos de investimentos, refinanciamento e repasses das financeiras e a conta de operações de crédito dos bancos comerciais.

(2) Depósitos a vista, depósitos a prazo(bancos comercial e de investimento)e títulos cambiais(financeiras).

(3) Valores constantes a preços médios do primeiro semestre de 1.987. Deflator: IGP-DI.

TABELA 10

GRANDES CONGLOMERADOS PRIVADOS NACIONAIS (*)

Em porcentagem

TOTAL NOVE CONGLOMERADOS	2o.SEMESTRE/85	1o.SEMESTRE/86	2o.SEMESTRE/86	1o.SEMESTRE/87
	1o.SEMESTRE/85	2o.SEMESTRE/85	1o.SEMESTRE/86	2o.SEMESTRE/86
Financiamento(1)	3.3	-3.5	38.8	-44.2
Captação(2)	-4	16.0	34.2	-56.1
Patrimônio líquido	-5.0	13.9	4.5	-2.6
Lucro Efetivo(3)	-6.1	-43.7	2.9	117.0
Lucro Líquido(3)	10.4	-51.8	50.5	1.9

(*) Taxa de crescimento semestral real.

(1) Inclui as contas de financeiras e repasse dos bancos de investimentos; refinanciamento e repasse das financeiras e a conta de operações de crédito dos bancos comerciais.

(2) Depósitos a vista, depósitos a prazo(bancos comercial e de investimento)e títulos cambiais(financeir

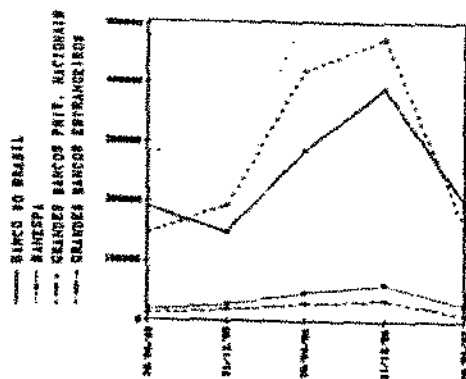
(3) Valores constantes a preços médios do primeiro semestre de 1.987.

DEFLATOR: IGP-DI

GRAFICO 19
EVOLUCAO DOS DEPOSITOS A VISTA

1 SEM/85 - 1 SEM/87

Cz\$ Milhoes



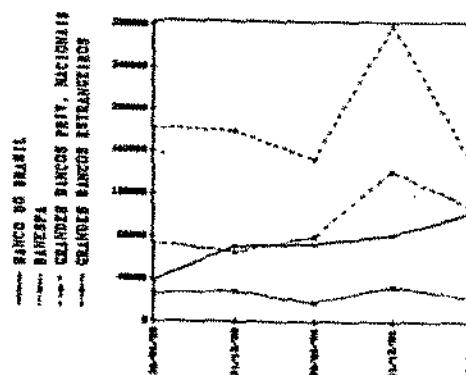
Valores Reais - Junho/87

FONTE: IESP - FUNDAP

GRAFICO 20
EVOLUCAO DOS DEPOSITOS A PRAZO

1 SEM/85 - 1 SEM/87

Cz\$ Milhoes



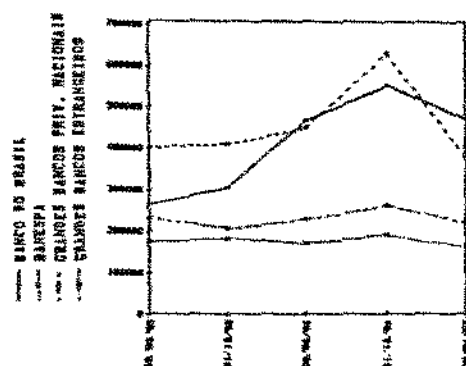
Valores Reais - Junho/87

FONTE: IESP - FUNDAP

GRAFICO 21
EVOLUCAO DAS OPER. CRED. + ACC

1 SEM/85 - 1 SEM/87

Cz\$ Milhoes



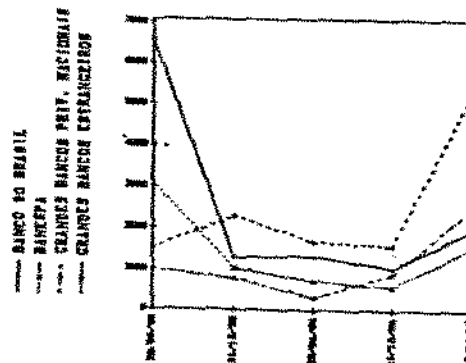
Valores Reais - Junho/87

FONTE: IESP - FUNDAP

GRAFICOS 22
EVOLUCAO DO CREDITO EM LIQUIDACAO

1 SEM/85 - 1 SEM/87

Cz\$ Milhoes



Valores Reais - Junho/87

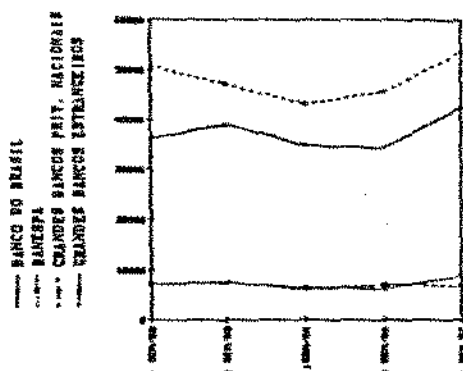
FONTE: IESP - FUNDAP

GRAFICO 23

EVOLUCAO DAS DESP. ADMINISTRATIVAS

1 SEM/85 - 1 SEM/87

Cr\$ Milhoes



Valores Reais - 1 Sem/87

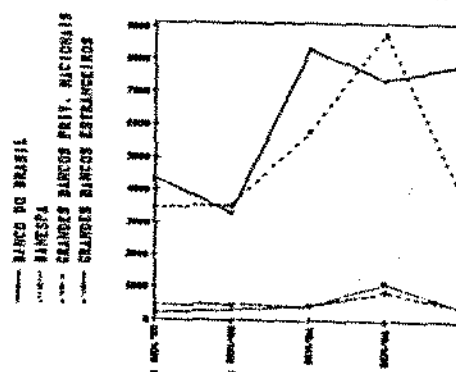
FONTE: IESP - FUNDAP

GRAFICO 24

EVOLUCAO DOS SERVICOS BANCARIOS

1 SEM/85 - 1 SEM/87

Cr\$ Milhoes



Valores Reais - 1 Sem/87

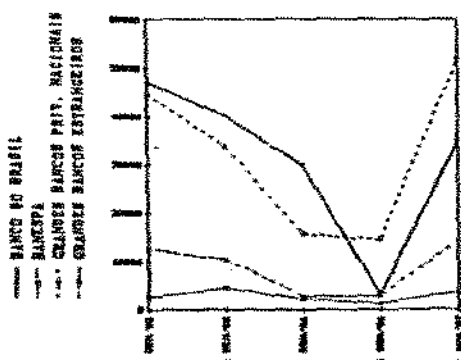
FONTE: IESP - FUNDAP

GRAFICO 25

EVOLUCAO DAS RENDAS E L. FINANCEIRO

1 SEM/85 / 1 SEM/87

Cr\$ Milhoes



Valores Reais - 1 Sem/87

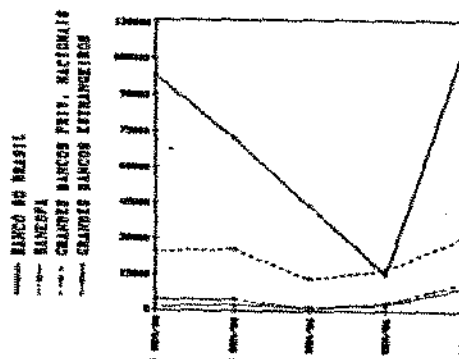
FONTE: IESP - FUNDAP

GRAFICO 26

EVOLUCAO DO LUCRO LÍQUIDO

1 SEM/85 - 1 SEM/87

Cr\$ Milhoes



Valores Reais - 1 Sem/87

FONTE: IESP - FUNDAP

4 - OS BANCOS NO AUGE DA CRISE MONETÁRIA E AS CONSEQUÊNCIAS DA REFORMA MONETÁRIA DE 1.990.

As mudanças contábeis e na institucionalidade bancária ocorridas em 1.987 e 1.988, influenciaram os dados dos demonstrativos financeiros dos bancos a tal ponto que dificultam a comparabilidade entre as pesquisas. A contabilidade dos bancos foi modificada a partir do 2º semestre de 1.987(1) e, em setembro de 1.988, uma "reforma do sistema bancário" criou os bancos múltiplos, permitindo aos bancos comerciais organizarem-se como "multibancos" desde que dispusessem de 2 a 4 carteiras dentre, comercial, imobiliária, financeira e investimento. Um elevado número de bancos habilitou-se a "banco múltiplo", multiplicando o número de instituições bancárias no país, porém, sem alterar a estruturação básica do sistema. Este continuou tão concentrado quanto antes. Segundo a Associação Brasileira dos bancos Comerciais, no início de 1.992, 90% dos recursos disponíveis no mercado estavam em poder de 10% dos bancos existentes (um total de 224 unidades).(2).

Como a adaptação à nova institucionalidade poderia ser feita gradativamente, os dados para 1.988 e mesmo para 1.989, refletem ainda a transição a banco múltiplo, distorcendo algumas contas, como, por exemplo, os depósitos de poupança (devido à inclusão, que em geral se deu com atraso, da carteira imobiliária no banco múltiplo).

(1) Por esta razão, nos gráficos do item anterior, somente apresentamos dados para o período 1º semestre/85 - 1º semestre/87, omitindo o segundo semestre de 1.987. No Anexo ao Capítulo V, reproduzimos os dados coletados para este último período.

(2) Ver, Santos, P.M.E.(1.992).

Os anos de 1.987 (2º semestre) e 1.988, estando, portanto, submetidos às distorções acima, nos levam a concentrar a análise em 1.989 e 1.990, aliás, os dois anos mais importantes em função da crise monetária e da reforma promovida pelo Plano Collor.

A observar, sobre o ano de 1.988, a cautela com que os bancos operaram em função da elevação dos créditos em liquidação durante 1.987 (fruto da crise do Cruzado) e da ameaça de moratória ou perdão de dívidas, sobretudo no que diz respeito ao crédito rural. De resto, prosseguiram em ascensão os rendimentos de lucros de aplicações financeiras, a fonte primordial do lucro bancário durante a crise monetária e que como já foi visto, asseguravam a alta rentabilidade (Ver a Tabela 11).

4.1 - O "Plano Verão" e o Auge da Crise Monetária".

O "Plano Verão", de janeiro de 1.989, criou as bases para a maior lucratividade que, certamente, os bancos já conheceram em sua história, pois combinou restrição do crédito, altas taxas de juros, facilidades de aplicações financeiras a curtíssimo prazo e, fruto de seu fracasso, a mais rápida aceleração inflacionária do período da crise monetária.

O contingenciamento do crédito (que incidiu sobre o crédito corrente às empresas e ao setor público, o crédito ao consumo, e até mesmo a emissão de "cheques especiais", congelando as aplicações aos valores reais da época do choque) tinha por objetivo neutralizar a reação do crédito bancário à súbita queda da inflação (o "Plano Verão" decretou mais um congelamento) e das taxas nominais de juros, evitando assim a explosão do crédito e da demanda, fator que tanto contribuiu para o fracasso do Cruzado. Em compensação, o "Plano Verão" abriu facilidades para aplicações dos saldos bancários, sobretudo por fixar taxas de juros verdadeiramente elevadíssimas nos títulos de dívida pública.(1).

(1) Eis a evolução das taxas "over" e inflação oficial desde fevereiro de 1.989 (1):

	OVER	INFLAÇÃO		OVER	INFLAÇÃO
FEV/89	19,9	3,6	AGO/89	33,3	29,3
MAR/89	19,7	6,1	SET/89	37,4	35,9
ABR/89	10,6	7,3	OUT/89	44,1	37,6
MAI/89	10,5	9,9	NOV/89	45,5	41,4
JUN/89	25,8	24,8	DEZ/89	60,4	53,5
JUL/89	31,5	38,8		63,5	56,1
			JAN/90	78,7	77,8

TABELA 11

RENTABILIDADE 1.988/90

PERIODO	GRANDES BANCOS PRIVADOS (1)	BRDESCO E ITAU	GRANDES BANCOS EXCETO B e I	MEDIOS (2)	PEQUENOS (3)	ESTRANGEIROS (4)	BANCO DO BRASIL	BANESPA
LUCRO EFETIVO/PATRIMONIO LIQUIDO (%)								
1o. SEMESTRE/88	14.4	16.3	12.2	13.5	26.3	31.9	50.4	29.0
2o. SEMESTRE/88	18.6	20.3	16.1	16.8	38.3	36.3	57.9	30.8
1o. SEMESTRE/89	18.1	20.6	14.5	18.7	45.8	37.5	28.8	9.2
2o. SEMESTRE/89	34.0	41.0	24.6	29.7	72.5	55.1	44.0	58.6
1o. SEMESTRE/90	23.2	24.2	21.6	30.7	52.1	53.1	44.4	44.3
2o. SEMESTRE/90	19.8	26.3	11.4	17.8	47.9	12.4	26.3	19.4
LUCRO LIQUIDO/PATRIMONIO LIQUIDO (%)								
1o. SEMESTRE/88	6.5	6.8	6.1	6.0	9.0	5.7	8.2	14.5
2o. SEMESTRE/88	10.8	11.6	9.7	10.5	16.5	9.0	12.8	20.7
1o. SEMESTRE/89	7.5	7.2	7.8	8.0	17.5	11.9	.5	9.3
2o. SEMESTRE/89	17.3	19.2	14.7	10.8	31.9	20.0	1.7	29.3
1o. SEMESTRE/90	5.9	6.5	10.2	13.0	20.3	20.0	5.2	20.2
2o. SEMESTRE/90	10.8	10.7	10.9	8.3	18.5	4.8	5.3	10.9

É claro que isto significou um reforço à atratividade das quase-moedas, sobretudo aplicações no "overnight", que passaram a concentrar em caráter quase absoluto as decisões de aplicações dos bancos e do público em geral. Durante a curta vigência do Plano, isto decorreu não só das taxas de juros altas e da liquidez garantida, mas também da "desindexação" promovida pelo governo (e que vigorou até junho) e que desincentivava as aplicações alternativas, particularmente em depósitos a prazo. Depois, quando recrudesce a inflação, é redobrada a atratividade das aplicações a curtíssimo prazo, uma tentativa de compensar a instabilidade, a ameaça de hiperinflação e o crescente risco de ruptura do mercado aberto e da dívida pública. A dominância das aplicações a curtíssimo prazo em depósitos remunerados e aplicações no "over" foi de tal ordem que, durante o segundo semestre de 1.989, a tímida "remonetização" provocada pelo Plano Verão no semestre anterior, foi inteiramente revertida e rapidamente as captações no mercado aberto transformaram-se na fonte mais importante de recursos dos bancos, suplantando até mesmo os depósitos de poupança. (Ver os gráficos a seguir). Estes mostram elevação em seus saldos, em parte incentivados pelos altos valores de ajuste nominal que acompanharam a escalada inflacionária, mas também porque muitos viam na poupança o refúgio de proteção contra os crescentes riscos da economia e do sistema financeiro.

Neste contexto, de crise monetária e risco crescente, é claro que os bancos reagiram com cautela redobrada na concessão do crédito, concentrando mais ainda os recursos em aplicações inter-financeiras e, sobretudo, em títulos públicos. Com base nisto,

no segundo semestre de 1.989, a rentabilidade dos bancos privados, sem exceção, alcançaria níveis inacreditáveis. Os grandes bancos nacionais privados registraram taxa de lucro líquido de 17,3% (34%, a taxa de lucro antes da correção), os médios bancos, 10,8%, os pequenos, 31,9%, os estrangeiros, 20% e o Banespa, 29,3%. Uma festa!

4.2 - Consequências da Reforma Monetária.

Registremos que, paralelamente, as grandes empresas não-financeiras registravam correspondentes super-lucros em seus balanços anuais, uma evidência a mais de que o exagero representado pela rentabilidade fictícia levada ao extremo contra um único devedor - o setor público - e conquistada à base de uma hiperinflação, não era possível sustentar.

A reforma monetária, que congelou saldos e aplicações financeiras, foi o meio pelo qual o novo governo empossado em março de 1.990 encontrou para interromper este processo. As consequências da reforma sobre os bancos ficam evidentes nos dados reunidos pela pesquisa (Ver os gráficos a seguir), de forma que podemos resumí-las em alguns pontos.

A quebra súbita da liquidez em cruzeiro (a nova moeda) elevou extraordinariamente as taxas de juros, o que concorreu para o aumento as rendas das operações de crédito, a despeito da cautela dos bancos (e dos próprios controles governamentais) na concessão de financiamentos novos. Isto colaborou para que os bancos compensassem em alguma medida apenas, a forte regressão provocada pela reforma nos ganhos e lucros financeiros, que desta feita não foi causada apenas pela redução das taxas nominais de juros e pelo transitório desincentivo à novas aplicações de curtíssimo prazo, como em planos anteriores. Também, reduziu-se a base de recursos líquidos mediante o

bloqueio da uma grande parcela de liquidez alojada nas "quase-moedas". As captações no mercado aberto pelos bancos desabam em função do bloqueio, assim como suas aplicações em títulos e valores mobiliários, e com isso, despencam as rendas e lucros financeiros (gráficos 33, 34 e 37). O movimento nestas direções é geral, afeta todas as categorias de bancos, e é a causa da redução das taxas de rentabilidade em 1.990.(1)

É preciso chamar a atenção para dois fatores importantes que permitiram aos bancos, também de maneira geral, protegerem suas taxas de lucro, mesmo ante tão drásticas mudanças. Primeiramente, o aumento das rendas de serviços bancários; segundo, a redução das despesas administrativas, onde desponta a redução do custo de pessoal, por dispensa de funcionários. Eram usuais em tempos de "choque econômico" as reações bancárias nestas direções. Mas, também eram rapidamente revertidas, em geral, no momento em que se tornava evidente o fracasso dos planos de estabilização. Desta vez, não. Com relação aos bancos privados nacionais, seus líderes principalmente, as reações ganharam um conteúdo de estratégia a longo prazo. Em alguns casos de transformação mais radical, os bancos perderam, por exemplo, a característica de "varejistas". Outros passaram a operar mais equilibradamente entre operações de massa e operações de "clientela". Em todos os casos, os investimentos em informatização, que se intensificaram, visaram a redução de custos e o atendimento de novas e mais amplas "clientelas".

(1) Observar que as taxas de lucro no primeiro semestre de 1.990 "carregam" ainda os super-lucros que se estenderam ao primeiro trimestre do ano.

DEPOSITOS A VISTA

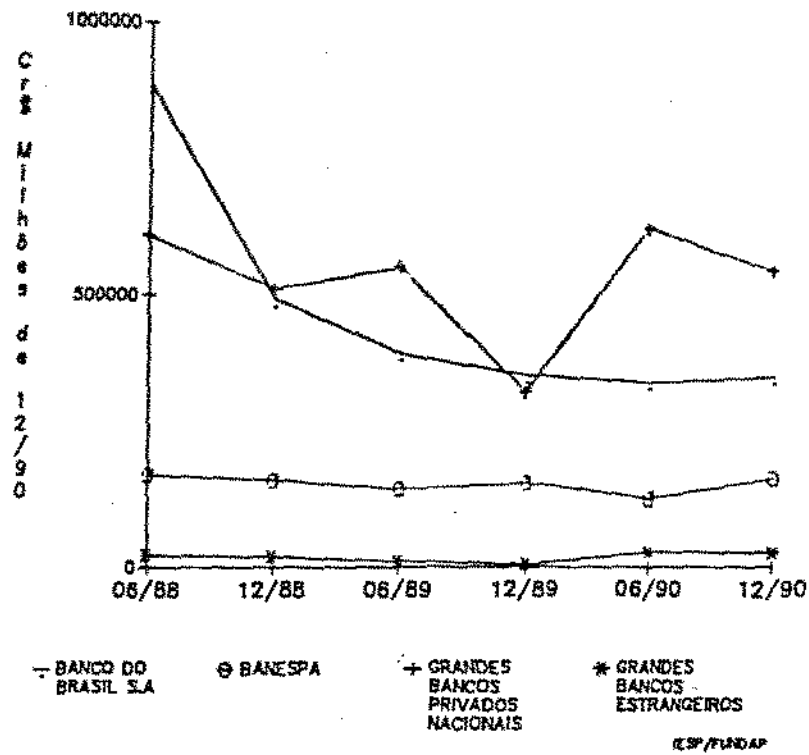
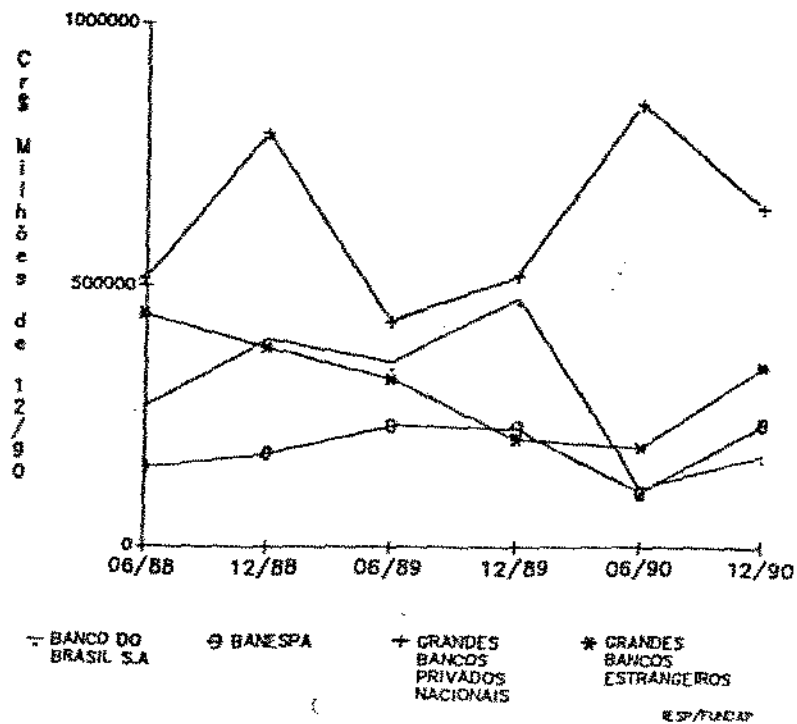


GRÁFICO 28

DEPOSITOS A PRAZO



DEPOSITOS DE POUPANÇA

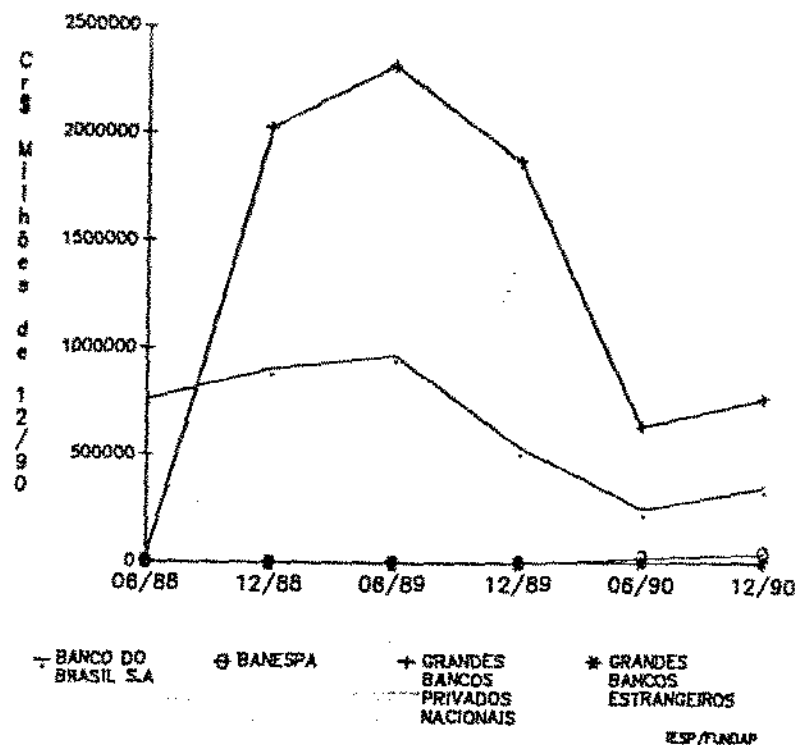
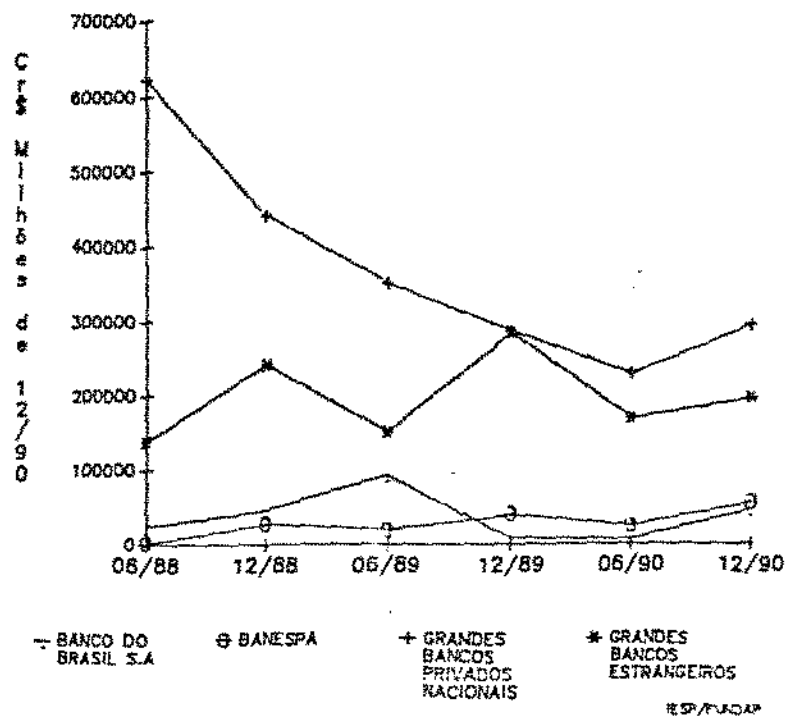


GRÁFICO 30

DEPOSITOS INTERFINANCEIROS



OPERAÇÕES DE CRÉDITO

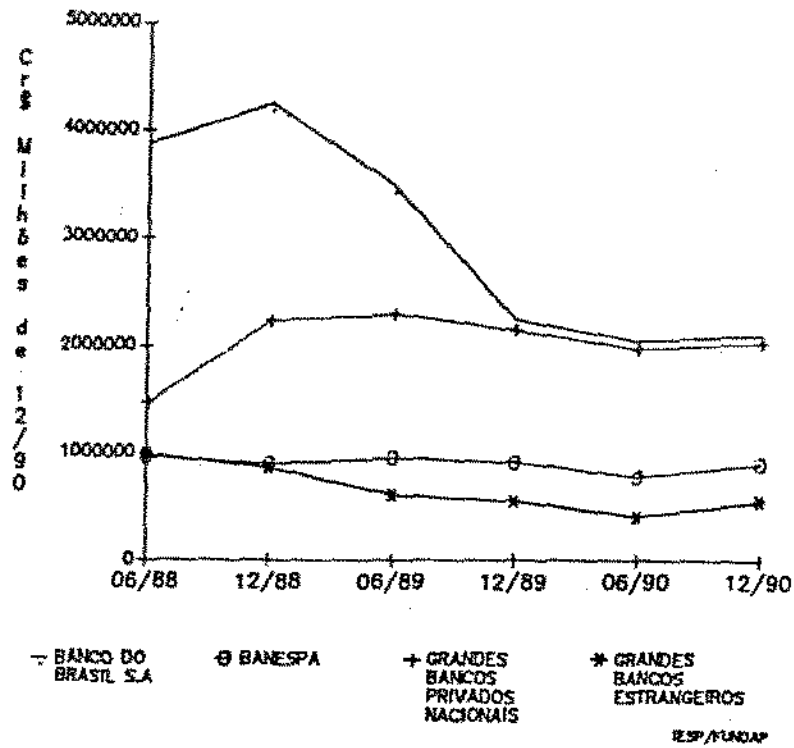
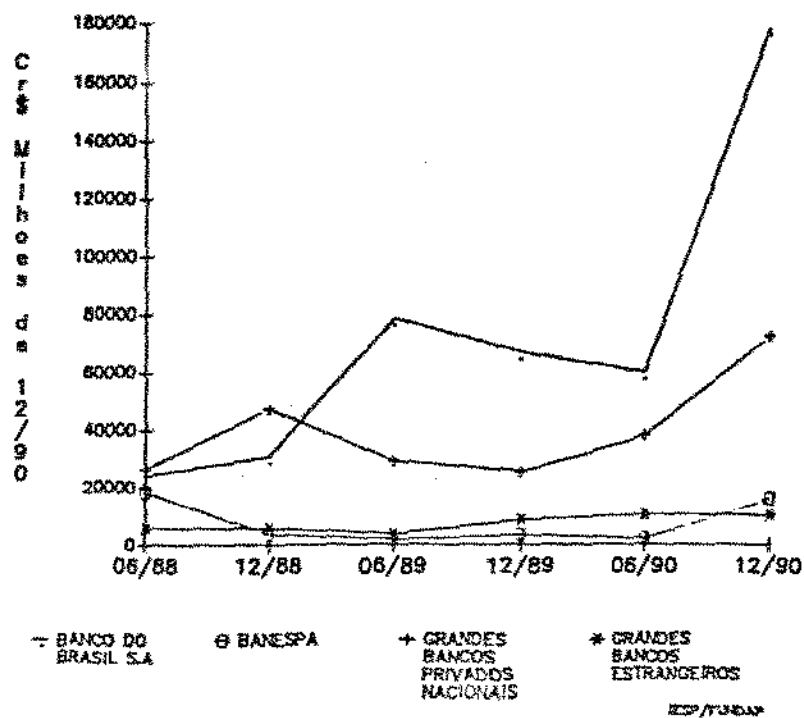


GRÁFICO 32

OPER. DE CRÉDITO DE LIQ. DUVIDOSA



RENDAS DE SERVIÇOS BANCARIOS

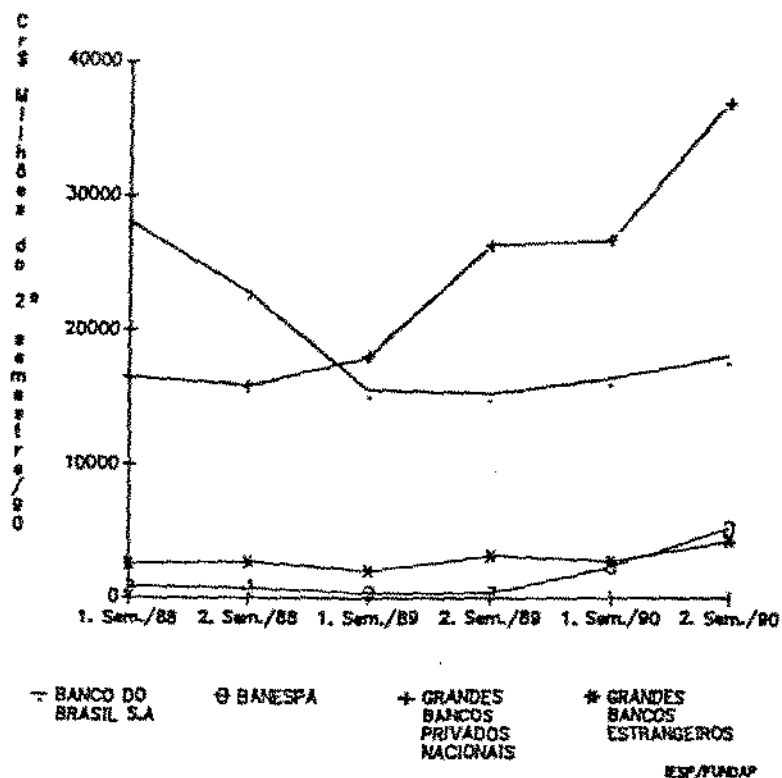
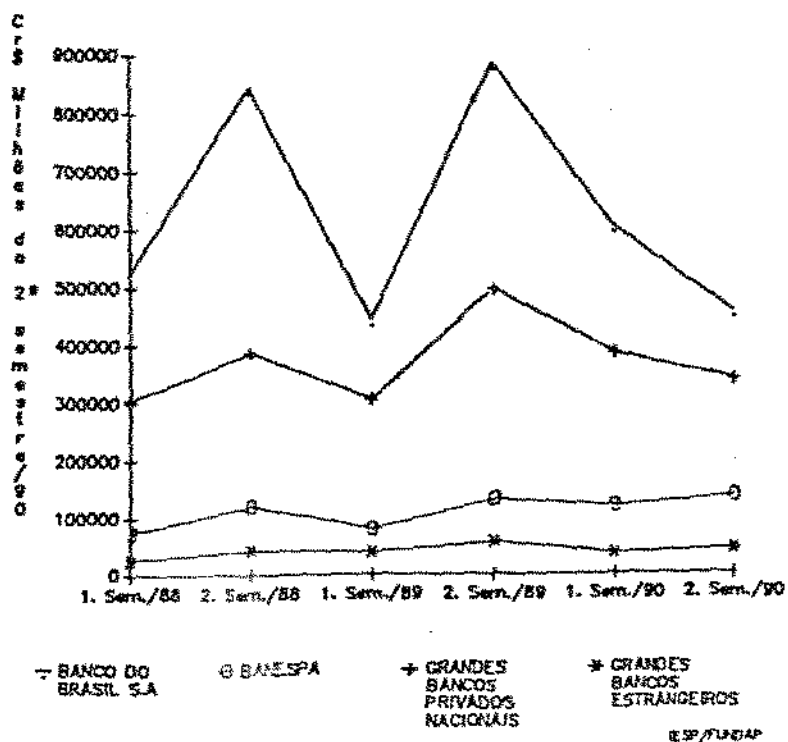


GRÁFICO 36

DESPESAS ADMINISTRATIVAS



RENDAS E LUCROS FINANCEIROS + RENDAS DE APLICAÇÃO INTERF. DE LIQUIDEZ

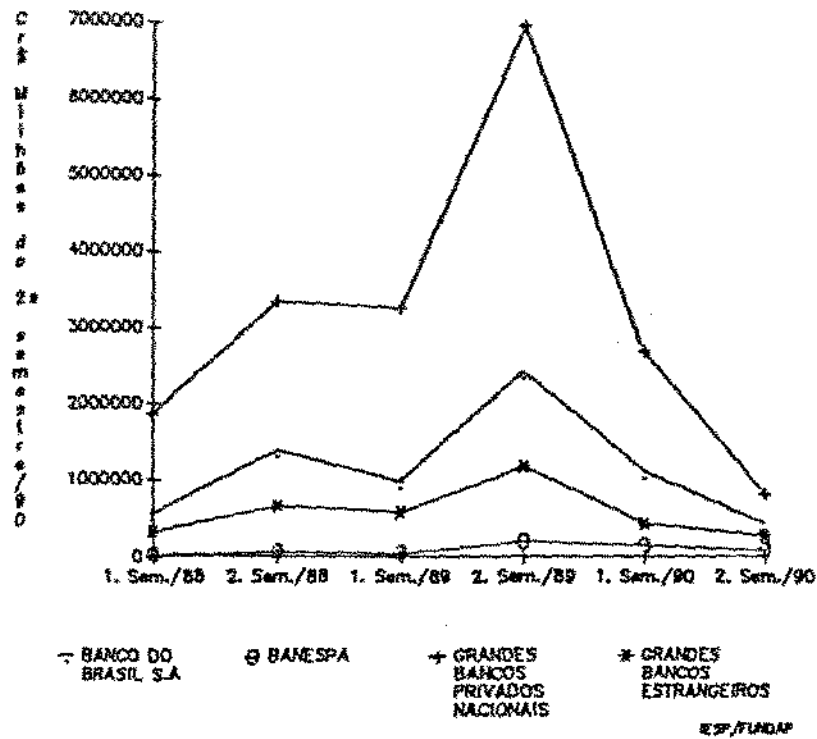
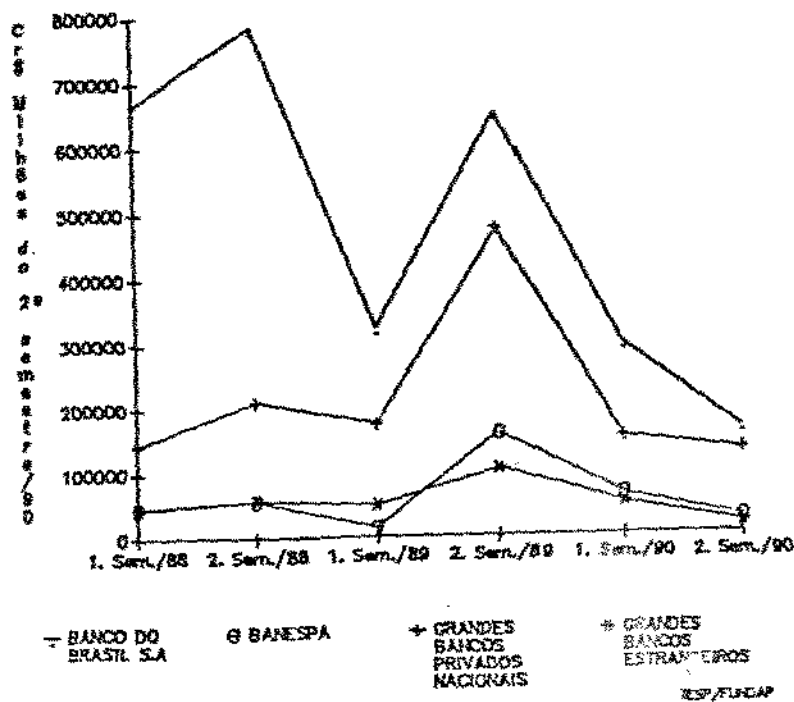


GRÁFICO 38

LUCRO EFETIVO



BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, J.S.G. (1.984)

ESTRUTURA PATRIMONIAL E DESEMPENHO FINANCEIRO - A EMPRESA ESTATAL E A GRANDE EMPRESA PRIVADA NA CRISE ATUAL, SÃO PAULO, FUNDAP, RELATÓRIO DE PESQUISA, (MIMEO.), 1.984.

ALMEIDA, J.S.G. e OUTROS (1.986)

SISTEMA FINANCEIRO E CRÉDITO NO BRASIL. RIO DE JANEIRO, IEI/UFRJ, RELATÓRIO DE PESQUISA, 1.986 (MIMEO.).

ALMEIDA, J.S.G. (1.988a)

INSTABILIDADE DA ECONOMIA E ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS NO BRASIL DO AJUSTAMENTO RECESSIVO, RIO DE JANEIRO, IEI, TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 178, OUTUBRO DE 1.988.

ALMEIDA, J.S.G. (CORD.) (1.988b)

EVOLUÇÃO E IMPASSES DO CRÉDITO, SÃO PAULO, IESP/FUNDAP, RELATÓRIO DE PESQUISA Nº 4, AGOSTO DE 1.988

ALMEIDA, J.S.G. (1.988c)

FINANCIAMENTO E DESEMPENHO CORRENTE DAS EMPRESAS PRIVADAS E ESTATAIS, SÃO PAULO FUNDAP/IESP, 1.987.

ALMEIDA, J.S.G. (1.988d)

SISTEMA BANCÁRIO PÚBLICO E PRIVADO, SÃO PAULO, IESP/FUNDAP, TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 13, MAIO DE 1.988

ALMEIDA, J.S.G. & NOVAIS, L.F. (1.991)

A EMPRESA LÍDER NA ECONOMIA BRASILEIRA: AJUSTE PATRIMONIAL E TENDÊNCIAS DE MARK-UP - 1.984/89. SÃO PAULO, FUNDAP/IESP, JUNHO, 1.991. (TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 2).

ASIMAKOPULUS, A. (1.992)

THE DETERMINANTS OF PROFITS: UNITED STATES, 1.950-88. IN: PAPADIMITRIOU, D. PROFITS, DEFICITS AND INSTABILITY. LONDON, MAC MILLAN, 1.992.

BARROS, L.C.M. (1.992)

A MOEDA INDEXADA. SÃO PAULO, REV.ECONOMIA E SOCIEDADE Nº 1, AGOSTO DE 1.992.

BELLUZZO, L.G.M. (1.984)

O SENHOR E O UNICÓRNIO, SÃO PAULO. BRASILIENSE, 1.984

BELLUZZO, L.G.M., ALMEIDA, J.G. (1.987)
A GRANDE EMPRESA DURANTE O CRUZADO, SÃO PAULO, FUNDAP, TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 11, SETEMBRO DE 1.987.

BELLUZZO, L.G.M. e ALMEIDA J.S.G. (1.989)
ENRIQUECIMENTO E PRODUÇÃO - KEYNES E A DUPLA NATUREZA DA CAPITALISMO. SÃO PAULO, REVISTA CEBRAP, VOL. 23, MAR. 1.989, PP. 120-127.

BELLUZZO, L.G.M. e ALMEIDA, J.S.G. (1.990)
CRISE E REFORMA MONETÁRIA NO BRASIL. IN: SÃO PAULO EM PERSPECTIVA, VOL. 4, Nº 1, JAN./MAR./1.990, PP.63-75.

BRAGA, J.C.S. (1.985)
TEMPORALIDADE DA RIQUEZA - INSTABILIDADE ESTRUTURAL E FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITALISMO. CAMPINAS, TESE DOUTORAMENTO, 1.985, Mimeo.

BRAGA, J.C.S. (1.992)
FINANCEIRIZAÇÃO DA RIQUEZA. SÃO PAULO, REV.ECONOMIA E SOCIEDADE, Nº 1, AGOSTO DE 1.992.

CALABI, A. e OUTROS (1.982)
GERAÇÃO DE POUPANÇA E ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS NO BRASIL. SÃO PAULO, IPE/USP, RELATÓRIO DE PESQUISA Nº 6, 1.982.

CANEIRO, R. (ORG.) (1.986)
POLÍTICA ECONÔMICA DA NOVA REPÚBLICA. SÃO PAULO, BIENAL/UNICAMP, 1.986.

CARNEIRO, R. (ORG.) (1.987)
A POLÍTICA ECONÔMICA DO CRUZADO. SÃO PAULO, BIENAL/UNICAMP, 1.987

CARNEIRO, R. (ORG.) (1.988)
A HETERODOXIA EM XEQUE. SÃO PAULO, BIENAL/UNICAMP, 1.988

CARNEIRO, R. (ORG.) (1.989)
O RETORNO DA ORTODOXIA. SÃO PAULO, BIENAL/UNICAMP, 1.989.

CARNEIRO, R. (ORG.) (1.990)
A POLÍTICA ECONÔMICA NO LIMAR DA HIPERINFLAÇÃO. SÃO PAULO, BIENAL/UNICAMP, 1.990.

CARVALHO, C.E. (1.991)
LIQUIDEZ E CHOQUES ANTI-INFLACIONÁRIOS. SÃO PAULO, IESP/FUNDAP, 1.991 (Mimeo).

CRUZ, P.D.C. (1.984)

DÍVIDA EXTERNA E POLÍTICA ECONÔMICA. SÃO PAULO, BRAZILIENSE, 1.984.

DAIN, S. (1.988)

CRISE FISCAL E DILEMA DISTRIBUTIVO. TESE (PROF.TITULAR) APRESENTADA A FEA/UFRJ, RIO DE JANEIRO, 1.988, DATIL.

DAVIDSON, P. (1.978)

MONEY AND THE REAL WORD, LONDON, MACMILLAN, 1.978.

FERREIRA, C.K., ALMEIDA, J.S.G. e NOVAIS, L.F. (1.990)

O AJUSTE DA GRANDE EMPRESA PRIVADA NOS ANOS 80. CAMPINAS, I.E. (PROJETO: DESENVOLVIMENTO TECNOLÓGICO DA INDÚSTRIA), RELATÓRIO DE PESQUISA, 1.990, Mimeo.

FISHER, I. (1.993)

THE DEBT - DEFLATION THEORY OF GREAT DEPRESSIONS. ECONOMÉTRIA, VOL 1, 1.933, PP.337-355.

GURLEY, J.G., SHAN, E.S. (1.979)

MONEY IN A THEORY OF FINANCE, WASHINGTON, D.C., THE BROOKINGS INSTITUTION, 1.979.

GOLDENSTEIN, L. (1.985)

DA HETERODOXIA DO FMI (A POLÍTICA ECONÔMICA DE 1.979 a 1.982). CAMPINAS, IE/UNICAMP, 1.985 (DISSERTAÇÃO MESTRADO).

HICKS, J. (1.987)

METHODS OF DYNAMIC ECONOMICS. OXFORD, CALDERON PRESS, 1.987.

HICKS, J. (1.987a)

A CRISE DA ECONOMIA KEYNESIANA. SÃO PAULO, ED.VERTICE, 1.987.

HICKS, J. (1.990)

A MARKET THEORY OF MONEY. OXFORD, CALDERON PRESS, 1.990.

HILFERDING, R. (1.973)

EL CAPITAL FINANCIERO. MADRID, ED.TECNOS, 1.973.

KALECKI, M. (1.971)

FOREIGN TRADE AND "DOMESTIC EXPORTS". IN: SELECTED ESSAYS ON THE DYNAMICS OF THE CAPITALIST ECONOMY. CAMBRIDGE, CAMBRIDGE UN. PRESS, 1.971, CAP. 2.

KALECKI, M. (1.973)

TEORIA DE LA DINAMICA ECONÔMICA. MÉXICO, FCE, 1.973.

KEYNES, J.M. (1.973a)

THEORY OF RATE OF INTEREST. IN: CNJMK, VOL.XIV, PART.II. CAMBRIDGE, CAMBRIDGE UNIV. PRESS, 1.973.

KALECKI, M. (1.977a)

AS EQUAÇÕES MARXISTAS DE REPRODUÇÃO E A ECONOMIA MODERNA. IN: MIGLIOLI, J. (ORG.) CRESCIMENTO E CICLO DAS ECONOMIAS CAPITALISTAS. SÃO PAULO, HUCITEC, 1.977, CAP. 1.

KALECKI, M. (1.977b)

LUTA DE CLASSE E DISTRIBUIÇÃO DA RENDA NACIONAL. IN: MIGLIOLI, J. (ORG.), CRESCIMENTO E CICLO DAS ECONOMIAS CAPITALISTAS. SÃO PAULO, HUCITEC, 1.977, CAP. 9.

KANDIR, A. (1.990)

A DINÂMICA DA INFLAÇÃO. SÃO PAULO,, NOBEL, 1.990.

KEYNES, J.M. (1.970)

TEORIA GERAL DO EMPREGO, DO JURO E DO DINHEIRO. RIO DE JANEIRO, FUNDO DE CULTURA, 1.970.

KEYNES, J.M. (1.973b)

ALTERNATIVE THEORIES OF RATE OF INTEREST. CWJMK, VOL.XIX. CAMBRIDGE, CAMBRIDGE UNIV. PRESS, 1.973.

KEYNES, J.M. (1.979)

A TREATISE ON MONEY, VOL. 1. CWJMK, VOL. V. CAMBRIDGE, CAMBRIDGE UNIV. PRESS, 1.979.

KEYNES, J.M. (1.984)

THE CONSEQUENCES TO THE BANKS OF THE COLLAPSE OF MONEY VALUES. IN: ESSAYS IN PERSUASION. CWJMK, VOL.IX. CAMBRIDGE, CAMBRIDGE UNIV. PRESS, 1.984.

KEYNES J.M. (1.988)

A TRACT ON MONETARY REFORM. CAMBRIDGE, CAMBRIDGE UNIV. PRESS (CWJMK, VOL.IV), 1.988.

KINDLEBERGER, C.

MANIAS, PANICS AND CRASHES. A HISTORY OF FINANCIAL CRISES. NEW YORK, BASIC BOOKS INC., 1.978.

LEAGUE OF NATIONS (1.978)

THE COURSE AND CONTROL OF INFLATION, NEW YORK, ARNO PRESS, 1.978.

MARX, K. (1.974)

EL CAPITAL, MÉXICO, FCE, 1.974.

MAZZUCHELLI, F. (1.985)

A CONTRADIÇÃO EM PROCESSO - O CAPITALISMO E SUAS CRISES, SÃO PAULO, BRASILIENSE, 1.985.

MINSKY, H. (1.984)

CAN "IT" HAPPEN AGAIN? (ESSAYS ON INSTABILITY AND FINANCE). NEW YORK, M.E. SHARP INC., 1.984.

MINSKY, H. (1.986)

STABILIZING AN UNSTABLE ECONOMY. YALE, YALE UNIV. PRESS, 1.986.

NOVAIS, L.F. (1.989)

A TRAJETÓRIA DA GRANDE EMPRESA PRIVADA E PÚBLICA: 1.978 a 1.987, SÃO PAULO, FUNDAP, TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 27, DEZEMBRO DE 1.989.

OLIVEIRA, F.A. (1.988)

DÉFICIT E ENDIVIDAMENTO DO SETOR PÚBLICO. SÃO PAULO, IESP/FUNDAP, RELATÓRIO DE PESQUISA Nº 5, OUTUBRO DE 1.988.

PAULA, T. (ORG.) (1.987)

O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS ESTATAIS. SÃO PAULO, IESP, 1.987 (RELATÓRIO DE PESQUISA), DATIL.

PAULA, T. (1.989)

EMPRESAS ESTATAIS: AJUSTAMENTO E IMPASSES. SÃO PAULO, IESP, 1.989 (TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 24).

POSSAS, M.L. (1.985)

ESTRUTURAS DE MERCADO EM OLIGOPÓLIO. SÃO PAULO, HUCITEC, 1.985.

POSSAS, M.L. (1.987)

A DINÂMICA DA ECONOMIA CAPITALISTA: UMA ABORDAGEM TEÓRICA. SÃO PAULO, ED.BRASILIENSE, 1.987.

ORTEGA, J.A. e ALMEIDA, J.S.G. (1.988)

FINANCIAMENTO E DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS NO BRASIL. RIO DE JANEIRO, IPEA/INPE, SÉRIE ESTUDOS DE POLÍTICA INDUSTRIAL E COMÉRCIO EXTERIOR, Nº 12, ABRIL DE 1.988.

ROGERS, C. (1.989)

MONEY, INTEREST AND CAPITAL - A STUDY IN THE FOUNDATIONS OF MONETARY THEORY. CAMBRIDGE, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, 1.989.

SANTOS, P.M.F. (1.992)

O IMPACTO DA REFORMA MONETÁRIA SOBRE OS BANCOS. SÃO PAULO, IESP/FUNDAP, 1.992, Mimeo.

SHUMPETER, J. (1.961)

TEORIA DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. RIO DE JANEIRO, FUNDO DE CULTURA, 1.961.

SILVA, L.A.S. (1.988)

ANÁLISE DE DESEMPENHO DO SISTEMA BANCÁRIO, SÃO PAULO, IESP/FUNDAP, TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 23, OUTUBRO DE 1.989.

SOCHACZEWSKI, A.C. (1.980)

FINANCIAL AND ECONOMIC DEVELOPMENT OF BRAZIL, 1.952/68. LONDRES, TESE DE DOUTORAMENTO, UNIV.LONDRES, Mimeo, 1.980.

STEINDL, J. (1.983)

NATURALIDADE E ESTAGNAÇÃO NO CAPITALISMO AMERICANO. SÃO PAULO, ED. ABRIL, 1.983.

STEINDL, J. (1.989)

SAVING AND DEBT, IN: BARRÉRE, A. (ED), MONEY, CREDIT AND PRICES IN KEYNESIAN PERSPECTIVE. LONDON, MACMILLAN, 1.989.

TAVARES, M.C. (1.973)

DA SUBSTITUIÇÃO DE IMPORTAÇÕES AO CAPITALISMO FINANCEIRO. RIO DE JANEIRO, ZAHAR ED. 1.975.

TAVARES, M.C. (1.978)

CICLO E CRISE - O MOVIMENTO RECENTE DA INDUSTRIALIZAÇÃO BRASILEIRA. RIO DE JANEIRO, FEA/UFRJ (TESE PROF.TITULAR), 1.978, Mimeo.

TAVARES, M.C. (1.983)

O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO E O CICLO DE EXPANSÃO RECENTE. IN: BELLUZZO, L.G., COUTINHO, R. (ED) DESENVOLVIMENTO CAPITALISTA NO BRASIL Nº 2, SÃO PAULO, BRASILIENSE, 1.983.

TAVARES, M.C. e ASSIS, J.C. (1.985)

O GRANDE SALTO PARA O CAOS. RIO DE JANEIRO, ZAHAR ED., 1.985.

TAVARES M.C. e BELLUZZO, L.G.M. (1.986)

UMA REFLEXÃO SOBRE A NATUREZA DA INFLAÇÃO CONTEMPORÂNEA. IN: REGO, J.M. (ORG.) INFLAÇÃO INERCIAL, TEORIAS SOBRE INFLAÇÃO E O PLANO CRUZADO. RIO DE JANEIRO, PAZ E TERRA, 1.986.

TEIXEIRA, E. (1.989)

O DÉFICIT E A CRISE DAS FINANÇAS PÚBLICAS - 1.982/87. TESE (MESTRADO) APRESENTADA À FEA/UFRJ. RIO DE JANEIRO, 1.989, DATIL.

TEIXEIRA, N.

O SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO E SUAS TRANSFORMAÇÕES FRENTE À CRISE ATUAL. CAMPINAS, IE/UNICAMP TESE DOUTORAMENTO, 1.985 (MIMEO).

TOBIN, J. (1.987)

ACUMULAÇÃO DE ATIVOS E ATIVIDADE ECONÔMICA. SÃO PAULO, ED. VERTICE, 1.987.

WOOD, A. (1.975)

A THEORY OF PROFITS. CAMBRIDGE, CAMBRIDGE UNIV. PRESS, 1.975.

ZINI, A.A. (1.982)

UMA AVALIAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO NO BRASIL; DA REFORMA DE 1.964/65 À CRISE DOS ANOS 80. CAMPINAS, DISSERTAÇÃO MESTRADO, UNICAMP, MIMEO, 1.982.