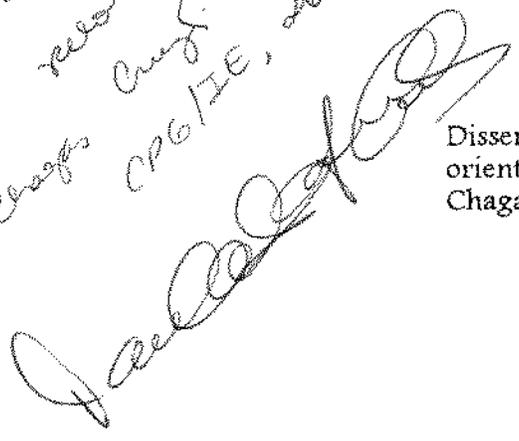


UNICAMP  
INSTITUTO DE ECONOMIA

ENDIVIDAMENTO EXTERNO E O AJUSTE FINANCEIRO DA GRANDE EMPRESA  
INDUSTRIAL NOS ANOS NOVENTA:  
Impactos da Reinserção aos Mercados Financeiros Internacionais, da Abertura  
Comercial e da Estabilização Sobre Seus Esquemas de Financiamento

*Este exemplar  
compõe as originais  
da Dissertação de mestrado  
defendida por Thiago Rabelo Pereira  
& orientada pelo Prof. Paulo Davidoff  
Davidoff Chagas Cruz, 26/05/99*

Thiago Rabelo Pereira



Dissertação de Mestrado realizada sob  
orientação do Prof. Dr. Paulo Davidoff  
Chagas Cruz

CAMPINAS, 1999

1916116

UNIDADE	BC
N.º DE FOLHAS	
V.	
QUANT. 1	38524
R.	229,99
0	<input type="checkbox"/>
1	<input type="checkbox"/>
2	<input checked="" type="checkbox"/>
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	25/08/99
N.º CPD	

CM-00125656-2

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

P414e Pereira, Thiago Rabelo  
Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa: impactos da reinserção aos mercados financeiros internacionais, da abertura comercial e da estabilização sobre seus esquemas de financiamento/ Thiago Rabelo Pereira. – Campinas, SP : [s.n.], 1999.

Orientador: Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz.  
Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Dívida externa – Brasil. 2. Financiamento. 3. Preços. 4. Custo industrial. I. Cruz, Paulo Roberto Davidoff Chagas. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Para as minhas avós Lígia e Maria

AGRADECIMENTOS .....	4
APRESENTAÇÃO .....	6
CAPÍTULO 1 .....	10
O financiamento de longo prazo das firmas industriais no contexto de uma economia oligopolizada: apontamentos sobre a relação entre a formação de preços e o mix de fundos internos / externos .....	10
1.1 - Introdução .....	10
1.2 - Decisões de composição de carteira e valorização esperada da riqueza .....	11
1.3 - Formação de preço, financiamento de longo prazo em oligopólio sob estabilidade do contexto econômico e economia fechada .....	12
1.4 - Composição do funding em uma economia fechada no mercado de bens e integrada aos fluxos financeiros com o exterior .....	19
1.5 - Notas sobre Prazos, custos e usos dos fundos desejados pelas firmas .....	22
CAPÍTULO 2 .....	30
Formação de preços e financiamento empresarial em um regime de alta inflação .....	30
2.1 - Introdução .....	30
2.2 - O financiamento empresarial sob racionamento de crédito externo e economia protegida em um regime de alta inflação .....	31
2.2.1 - O viés curto prazista das decisões empresariais .....	32
2.2.2 - A flexibilização dos mark ups .....	39
2.3 - Decisões de financiamento empresarial em contextos de alta inflação, abertura comercial e flexibilização do crédito externo: notas sobre o ajuste financeiro no quadro dos anos noventa na economia brasileira. ....	46
2.4 - Estabilização e custo dos fundos externos às firmas .....	49
CAPÍTULO 3 .....	54
Formação de preços e financiamento empresarial na economia brasileira: mudanças estruturais e rebatimentos sobre os esquemas de financiamento das grandes empresas industriais entre 1985 - 1996 .....	54
3.1 - Introdução .....	54
3.2 - A trajetória dos mark ups industriais na economia brasileira no período 1985 - 1996: rebatimentos sobre a disponibilidade de autofinanciamento em contextos de alta inflação, abertura comercial e estabilização .....	55
3.3 - Traços gerais do Ajuste financeiro da grande empresa privada entre os anos oitenta e noventa .....	67
CAPÍTULO 4 .....	79
O endividamento externo e o ajuste financeiro - patrimonial da grande empresa industrial nos anos noventa na economia brasileira .....	79
4.1 - Introdução .....	79
4.2 - As emissões externas do setor industrial no período 1990 - 1996 .....	82
4.3 - Dinamismo interno e captações externas .....	84
4.4 - Prazo e taxas das emissões externas da indústria .....	93
4.5 - A origem da propriedade do capital dos tomadores externos do setor industrial no período 1990 - 1996 .....	98
4.6 - Custos e Prazos das emissões externas da indústria decompostas pela origem da propriedade dos tomadores .....	101
4.7 - O ciclo de endividamento externo e o ajuste financeiro dos tomadores industriais no período 1990 - 1996 .....	103
4.7.1 - O grau de endividamento dos tomadores .....	103
4.7.2 - Endividamento e liquidez dos tomadores .....	105
4.7.3 - Endividamento e Rentabilidade .....	107
4.7.4 - Peso das Dívidas Financeiras nos Estoques de Passivos .....	110
4.7.5 - Peso Relativo das Dívidas Denominadas em Moeda Estrangeira no Estoque de Dívidas Financeiras ...	111
4.8 - O Ajuste Financeiro dos Tomadores de Fundos Externos do Setor Industrial nos anos 90: uma breve recapitulação .....	115
CONCLUSÃO .....	122
ANEXO METODOLÓGICO .....	128
As informações sobre o endividamento externo .....	128
As estimativas de mark ups .....	130
ANEXO ESTATÍSTICO .....	133
BIBLIOGRAFIA .....	145

## AGRADECIMENTOS

Talvez o lado mais gratificante do processo de elaboração de uma dissertação de mestrado seja fruto das diversas manifestações de solidariedade recebidas de colegas e amigos ao longo do tortuoso percurso que separa o final dos créditos do temido ritual da defesa. É bem verdade que o prazer intelectual, intercalado com surtos não pouco freqüentes de desânimo e abatimento, também faz parte deste caminho, como pode testemunhar qualquer um que já tenha se aventurado pelos mares turbulentos da academia. No entanto, é justamente nos momentos de “desaceleração cíclica”, quando a mais trivial das tarefas por realizar parece um esforço virtualmente inexequível, que as pequenas manifestações de solidariedade fazem enorme diferença. Nestes momentos pode-se perceber que a dívida intelectual, demarcada pelos parâmetros da hierarquia acadêmica, deve-se somar ao passivo afetivo acumulada junto aqueles que, muitas vezes sem nenhuma identificação direta com as questões bizantinas abordadas pelo clã dos economistas, sempre se prontificaram a ajudar. Os meus agradecimentos são dirigidos a todos aqueles que colaboraram, direta ou indiretamente, para que este trabalho pudesse ser concluído.

Para além do caráter protocolar que usualmente marca estes registros, quero enunciar a minha enorme gratidão para com o meu orientador, Paulo Davidoff Cruz. Sem a sua lucidez, clareza e seriedade não teria sido possível ingressar em um terreno acidentado como o explorado por esta dissertação. Esta dívida intelectual e pessoal vem sendo capitalizada de longa data, desde os idos da monografia de graduação. A esta altura pode-se dizer, invocando Minsky, que estou em “ponzi finance”. Uma dosada alquimia entre rigor, cobrança e incentivo foi fundamental na condução deste trabalho. Espero ter correspondido a altura, temendo pela enorme responsabilidade. Muito Obrigado!

Gostaria de agradecer aos professores Mariano Laplane e Antônio Carlos Macedo e Silva pelas valiosas críticas, comentários e sugestões tecidas na banca de qualificação. Considero um privilégio poder ter discutido, e espero poder continuar discutindo, diversos tópicos associados ao tema do financiamento com os mestres que me iniciaram, com grande talento, no campo minado da teoria macroeconômica.

Aos colegas da turma de mestrado eu devo não apenas o companheirismo, como o prazer das intermináveis e acaloradas discussões que, não raro, avançavam madrugada adentro. A vocês eu devo o reconhecimento de que a “boêmia acadêmica” pode render bons frutos e grandes amigos ( só o que lamento, nas noites de seminário, é ter involuntariamente empurrado o yellow para uma espécie de auto-exílio, tentando escapar do excesso de decibéis que invadia a casa no vácuo das infindáveis discussões ). Ao Bráulio, ao Rafa, Andrés, Lício, Érika, Aninha e toda a turma eu deixo o meu saudoso muito obrigado! Com dois colegas, que trilharam comigo o rumo do planalto central após os

créditos, a minha dívida é ainda maior. Ao Celso e a Rute, que acompanharam e ajudaram de perto a elaboração da tese, discutiram e incentivaram, eu só posso dizer: Valeu!

Dentre os amigos descobertos em Brasília é preciso fazer menção especial a Anna Ozório, também egressa da comunidade campineira. Ela não apenas leu os primeiros rabiscos, quando o trabalho estava em processo inicial de gestação, como soube antever naquele emaranhado de frases soltas uma linha condutora para uma futura dissertação. Grazie!

Aos colegas de IPEA, especialmente aqueles participantes do grupo de acompanhamento de políticas industriais, vai o meu sincero agradecimento, pelo muito que aprendi e pelos amigos que fiz. Obrigado Marco Flávio, João, Alexandre, Patrícia, Luiz Carlos, Júnia, Fred e todos demais. Aos professores Wilson Suzigan, Marcelo Abreu e Affonso Beviláqua eu agradeço o privilégio de poder os ter contado como interlocutores, o que me propiciou um rico aprendizado de economia e um profundo respeito pela diversidade de pontos de vista, o que, indiretamente, acabou marcando este trabalho.

Para com os amigos não economistas a minha dívida talvez seja ainda maior. Não só por que estes tiveram que conviver com a tom obsessivo e monotemático que permeia as preocupações de qualquer mestrando, mas porque eles o fizeram em conversas conduzidas em um dialeto exótico e cheio de termos virtualmente incompreensíveis. Espero, como economista, que este dialeto não espelhe apenas uma forma de nos protegermos diante de nossa própria incapacidade de nos fazermos entender. Entre os vários amigos (economistas e não economistas) alguns merecem menção especial: Jorjão, Marina Wendel (obrigado especial pela revisão!), Cris, Elci, Cláudia, Zé Aparecido, Adriana, Carlão, enfim, todas as pessoas amigas que, em diferentes momentos, estiveram próximas e souberam estender a mão. Obrigado!

Para a Andréia, que acompanhou melhor do que ninguém os ciclos de euforia e angústia que marcaram a elaboração deste trabalho, fica uma dívida difícil de ser saldada e um carinho e gratidão maiores do que eu possa explicitar. Obrigado!

Eu não poderia deixar de lado a participação decisiva que a Mariana Cunha desempenhou no feitiço desta dissertação, obrigado Mari e Nena! Duas pessoas, em particular, merecem uma menção especial: o Léo e o Yellow. Não é possível imaginar como teria sido a trajetória que culmina neste trabalho sem o convívio marcadas pelas implicâncias recíprocas. Mais do que primos vocês foram camaradas! Ao Tadeu vai o agradecimento pela força e pela angústia compartilhada. A todos vocês, saudações tricolores!

Agradeço ainda ao CNPQ e ao programa PNPE/ANPEC que contribuíram decisivamente com o suporte financeiro necessário para a realização deste trabalho.

## APRESENTAÇÃO

O tema do financiamento de longo prazo na economia brasileira vem sendo objeto de um exaustivo tratamento por parte de analistas das mais variadas matizes. As interpretações sobre as causas das lacunas verificadas nos segmentos de longo prazo dos mercados de créditos e de capitais usualmente focalizam a dimensão institucional e macroeconômica do problema em tela. Rios de tinta correram tentando descobrir a raiz histórica desta malformação congênita do sistema financeiro brasileiro. Algumas interpretações enfatizam, pelo lado da oferta, os embaraços que a inflação crônica representava para o cálculo dos intermediários financeiros (Silva, 1981). Outras vertentes, focalizando o problema pelo ótica da demanda de fundos, enxergam no papel reservado às grandes empresas transnacionais no núcleo da indústria de transformação e no caráter de elevada proteção dispensada aos mercados domésticos fortemente oligopolizados, a origem do arranjo financeiro que acabou sendo gestado na trajetória de industrialização brasileira no pós - guerra (Cruz, 1994). Neste percurso, especialmente após a vigorosa expansão do euromercado, os esquemas de financiamento da inversão das empresas privadas estiveram fortemente condicionados à capacidade de geração de fundos internos e às condições de acesso aos mercados financeiros internacionais nos diferentes contextos.

Seguindo esta trilha, o presente trabalho procura desenvolver uma reflexão sobre a adaptação dos esquemas de financiamento da grande empresa industrial no quadro de transição de uma economia fechada, submetida ao racionamento do crédito externo e operando em alta inflação, para o cenário da década de noventa, no período 1990 - 1996. Este é caracterizado pela reinserção aos circuitos financeiros internacionais, pela queda dos níveis de proteção dispensados à indústria, e, a partir de 1994, pelo processo de estabilização. A trajetória descrita pelo setor industrial no contexto do regime de alta inflação mostrou que, sob elevada instabilidade e volatilidade das variáveis macroeconômicas fundamentais, os comportamentos empresariais foram adaptados de forma a buscar a preservação dos patrimônios acumulados. A dimensão defensiva do comportamento empresarial manifestava-se na pressão altista exercida sobre os mark ups desejados e no viés pelo desendividamento. A queda dos níveis de endividamento, no contexto de vigoroso estrangulamento externo e alta inflação, decorreu de um ajuste da matriz de usos e fundos das firmas líderes do setor industrial às novas condições de custo, prazo e risco de mobilização dos recursos disponíveis junto às fontes internas e externas.

Nos anos noventa ocorreram diversas transformações significativas no ambiente concorrencial e macroeconômico na economia brasileira. A recomposição dos fluxos de financiamento externo para os tomadores de primeira linha, que precede a estabilização, combinou-se a um intenso processo de reformas internas. Entre estas destaca-se a abertura dos mercados domésticos às importações. Esta foi implementada em um contexto de extrema volatilidade e incertezas no campo macroeconômico. A liberalização comercial foi obtida pela combinação de mudanças na estrutura tarifária, pela extinção do Anexo C, que definia uma lista de produtos com importação proibida, e pela eliminação de controles administrativos que travavam as importações ( Khume, 1995; Bauman, 1996; Suzigan e Villela , 1997 ).

O presente trabalho procura explorar a conexão entre as decisões de formação de preços das firmas industriais e seus impactos sobre o autofinanciamento, e o novo ciclo de endividamento externo desencadeado na presente década. Ele focaliza mais detidamente o endividamento em moeda estrangeira realizado através da emissão de títulos de dívida direta por parte das firmas industriais privadas. Os fluxos financeiros comandados pela grande empresa são associados ao movimento de adaptação do mix de financiamento e dos estoques de obrigações às novas condições de mobilização de fundos externos e internos. A trajetória de reorganização patrimonial implementada pelas emissoras de bônus nos anos noventa é associada ao processo de mudança do ambiente concorrencial. Esta teve como seus principais vetores a reinserção financeira externa, a política de abertura comercial e a estabilização.

A queda do nível de proteção dispensada aos residentes alterou os parâmetros que balizam as decisões de formação de preços das firmas industriais. A pressão concorrencial mais intensa afetou a capacidade das firmas industriais acumularem fundos internos pela via do autofinanciamento.

Por outro lado, a estabilização dos preços eliminou parte dos custos percebidos no endividamento. Estes eram inflados em função dos elevados riscos de descasamento abrupto de indexadores que regem os fluxos de receitas e despesas financeiras das firmas industriais sob condições de inflação elevada. A queda do nível de risco percebido no endividamento, com a menor volatilidade das variáveis relevantes para o cálculo empresarial, gera uma pressão pela elevação do nível de alavancagem desejada pela grande empresa. Este movimento cria um estímulo autônomo para que esta busque recursos de terceiros para compor o "funding" de suas atividades.

O primeiro capítulo apresenta as referências teóricas que serviram para pensar o problema do financiamento sob a ótica microeconômica. Os conceitos

básicos referentes à lógica das decisões de composição das estruturas ativas e passivas das firmas, utilizados no presente trabalho, partem dos argumentos desenvolvidos por Alfred Eichner sobre o papel central da calibragem dos mark ups na definição do “funding” dos projetos de investimento planejados entre recursos próprios / recursos de terceiros. O autor descreve o cálculo de longo prazo subjacente às decisões de formação de preço em mercados oligopolizados em uma trajetória de crescimento relativamente estável. Estes instrumentos teóricos são apresentados sucintamente e adaptados para pensar a realidade de grandes empresas que lidam com a possibilidade de mobilizar fundos internos e de terceiros, no exterior ou internamente.

O segundo capítulo, ainda dedicado à apresentação do referencial teórico, visa fornecer elementos para o exame das decisões de financiamento empresarial no contexto de alta inflação. Ele procura descrever, a partir de contribuições de Frenkel ( 1979 e 1995 ), Belluzzo e Tavares ( 1986 ) e Kandir ( 1990 ) algumas especificidades das decisões empresariais de formação de preço e financiamento em um regime de alta inflação. O viés altista inscrito na determinação dos mark ups desejados e o forte componente defensivo formatando os esquemas de financiamento em alta instabilidade são abordados visando subsidiar a interpretação do processo concreto descrito pela economia brasileira no passado recente.

O terceiro capítulo procura discutir as linhas mestras do ajustamento financeiro descrito pelas grandes empresas industriais na economia brasileira no período compreendido pela segunda metade da década de oitenta e primeira metade dos anos noventa. Ele ressalta a influência exercida pela mutação do ambiente concorrencial sobre as decisões de formação de preço e, portanto, sobre seus mecanismos de mobilização de recursos. O capítulo discute e apresenta estimativas da trajetória descrita pelos mark ups industriais no período 1985 - 1996, a partir de um corte setorial. Neste período as forças motoras do processo de ajuste das margens podem ser periodizadas, grosso modo, em três fases fundamentais. O impulso altista presente no quadro de um regime de alta inflação e economia fortemente protegida ( 85 - 90 ), o contexto onde sobrepõe-se alta inflação e abertura comercial ( 90 - agosto 94 ) e, posteriormente, o ambiente caracterizado pela combinação de economia aberta e estabilização macroeconômica com câmbio apreciado ( agosto 94 - jan 98 ). O capítulo procura contrapor as tendências do ajustamento financeiro das grandes empresas no quadro de um regime de alta inflação e economia fechada ao quadro das transformações estruturais gestadas na década de noventa na economia brasileira.

O quarto e último capítulo interpreta os resultados de um esforço de pesquisa referente às captações externas, via emissão de títulos de dívida direta,

realizadas pelo setor industrial brasileiro no período 1990 - 1996. O texto apresenta informações construídas sobre o perfil de ajustamento financeiro perseguido pelos tomadores de recursos externos do setor industrial ( decompostos pela origem do capital dos tomadores ). Ele articula a discussão sobre os determinantes do endividamento à evolução dos indicadores econômico-financeiros de um grupo de empresas industriais que operou ativamente nos mercados financeiros internacionais no período. O processo de ajuste na composição dos estoques de passivos das tomadoras do setor industrial, abordado no período 1990 - 1996, desdobrou-se no uso mais intenso de recursos de terceiros, expresso na queda da relação recursos próprios/recursos de terceiros, na progressiva elevação das dívidas financeiras nos estoques de passivos totais e na crescente participação das dívidas denominadas em moeda estrangeira nos estoques de dívidas financeiras carregadas pelas firmas.

## CAPÍTULO 1

### O financiamento de longo prazo das firmas industriais no contexto de uma economia oligopolizada: apontamentos sobre a relação entre a formação de preços e o mix de fundos internos / externos

#### 1.1 - Introdução

Na década de noventa na economia brasileira, a reinserção financeira externa, a abertura comercial e a estabilização macroeconômica deslocaram o mix de financiamento desejado ( entre recursos próprios / terceiros e o perfil dos recursos externos à firma ) da expansão produtiva das grandes empresas industriais privadas. Para compreender a lógica do ajustamento financeiro das firmas oligopolistas é preciso realizar uma breve discussão conceitual sobre os determinantes das decisões de composição de suas estruturas ativas e passivas.

Sob a ótica da grande empresa industrial, o financiamento de longo prazo refere-se às decisões relativas ao uso dos diversos mecanismos de mobilização dos recursos disponíveis, entre fontes internas e externas, requeridos para que estas adquiram os ativos necessários à ampliação de seus negócios. As decisões referentes à composição das estruturas ativas e passivas materializam-se em um esquema de fontes e usos dos recursos que ela deseja mobilizar no horizonte temporal relevante.

O presente capítulo apresenta uma moldura conceitual básica para iluminar a lógica das decisões de financiamento das grandes empresas oligopolistas. A relação das suas decisões de formação de preços com o cálculo sobre como financiar a retenção dos ativos desejados em carteira é o foco das considerações conceituais exploradas nas próximas seções. Elas, seguindo a trilha aberta por Alfred Eichner (1976), abordam este tema em um contexto de economia oligopolizada e fechada aos fluxos financeiros e comerciais internacionais e, posteriormente, em um cenário de economia oligopolizada e integrada financeira e comercialmente com o resto do mundo.

Tal capítulo, assim como o seguinte, não tem qualquer pretensão de apresentar um modelo acabado e nem mesmo de oferecer uma resenha sobre a temática das decisões de financiamento. Ele visa tão somente alinhar algumas referências conceituais básicas que nortearam as análises desenvolvidas nos capítulos 3 e 4.

## 1.2 - Decisões de composição de carteira e valorização esperada da riqueza

A lógica que governa a composição dos portfólios privados pode ser descrita à luz das considerações expostas no Capítulo XVII da Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda. O cálculo sobre como distribuir os estoques de ativos retidos em carteira visa maximizar o ritmo de expansão da riqueza abstrata apropriada pelas firmas, em um contexto de incerteza. As decisões de composição de carteira inscrevem-se na lógica que visa equalizar a eficiência marginal dos diferentes ativos retidos em carteira ao custo esperado de mobilização dos recursos requeridos para financiar sua aquisição (Keynes, 1936).

As decisões empresariais estão alicerçadas na percepção subjetiva sobre os rendimentos, o nível de liquidez ( e o prêmio de liquidez ) e os custos de conservação esperados dos diferentes ativos. A combinação destas propriedades define a taxa interna de retorno esperada de um ativo em particular, sua eficiência marginal. Esta pode ser vista, por outro ângulo, como a taxa de desconto capaz de equalizar o preço de demanda de um ativo ao seu preço de oferta ( Minsky, 1975 )<sup>1</sup>. Os rendimentos esperados, custos de conservação e nível de liquidez dependem de características intrínsecas aos ativos. O nível de liquidez refere-se à capacidade desta forma particular da riqueza ser alienada rapidamente e convertida no equivalente geral sem custos de conversão significativos. Ela depende do grau de organização dos mercados secundários em que o ativo é transacionado.

As expectativas de longo prazo, sob condições de incerteza, estão baseadas na “invenção” das premissas requeridas para preencher as lacunas no “information set” das firmas. ( Carvalho, 1988 ). O cálculo probabilístico sobre o fluxo de caixa esperado no futuro relevante é realizado sobre premissas incompletas. Em função disto o prêmio conferido ao nível de liquidez dos ativos associa-se ao estado de confiança depositado nestas expectativas. O prêmio de liquidez dos ativos expressa a avaliação subjetiva quanto ao custo de oportunidade de abdicar da flexibilidade - de não poder rever decisões passadas.

A dimensão deste custo implícito imputado à imobilização patrimonial está ligada ao nível de imprevisibilidade das variáveis relevantes no futuro. As flutuações no estado de confiança afetam diretamente o prêmio implícito fornecido pelo nível de liquidez dos ativos. Quanto maior o grau de volatilidade das variáveis fundamentais,

---

<sup>1</sup> A definição do preço de demanda de um bem de capital corresponde ao valor presente dos fluxos de rendimentos esperados pela sua retenção em carteira. O preço de oferta corresponde ao preço exatamente suficiente para induzir a produção de uma unidade adicional do bem de capital.

maior o risco de que a firma fruste suas expectativas, menor a propensão a tomar decisões irreversíveis, maior o prêmio conferido à flexibilidade na composição das carteiras.

Sob a ótica da aplicação dos fundos, a perda de liquidez pode ser decorrência da alienação de um ativo líquido, realizada para adquirir outro ativo com atributos de maior rentabilidade esperada e menor liquidez. Sob a perspectiva dos estoques de passivos, a perda de flexibilidade está associada à contratação de uma obrigação de pagamento futura adicional, realizada mediante o endividamento. O nível de flexibilidade das carteiras privadas depende do nível de liquidez dos itens que compõem suas estruturas ativas e da composição de suas estruturas passivas. Estas dependem da relação entre capital próprio vis à vis capitais de terceiros e da composição de prazos e moedas de denominação das dívidas financeiras carregadas pelas empresas.

A lógica das decisões privadas pode ser descrita como o permanente confronto entre a eficiência marginal dos ativos e o custo implícito esperado de mobilização dos recursos requeridos para financiar sua aquisição, no mix de fontes internas e externas às firmas. Estas podem renunciar a liquidez alterando a composição de suas estruturas ativas ( trocando ativos mais líquidos por ativos menos líquidos com maiores níveis de rendimentos esperados ) ou assumindo uma obrigação contratual de pagamento futuro, mediante o endividamento.

As firmas possuem estímulos para renunciar à liquidez e contrair dívidas adicionais enquanto o custo esperado de mobilizar os recursos adicionais for inferior à taxa interna de retorno esperada da melhor aplicação de capital disponível. Quando o custo esperado de mobilizar os recursos excede o retorno esperado do ativo em questão, este não é adquirido.

### 1.3 - Formação de preço, financiamento de longo prazo em oligopólio sob estabilidade do contexto econômico e economia fechada

As decisões de formação de preço das empresas industriais, em oligopólio, expressam as relações assimétricas de poder de mercado. Estas se inscrevem no âmbito da disputa concorrencial travada pela apropriação dos melhores espaços de valorização da riqueza abstrata. Nos mercados oligopolizados, em virtude da interrelação estratégica das decisões das firmas, o movimento dos preços a curto prazo não reflete o ajuste instantâneo entre as forças de ofertas e demandas. As empresas percebem sua curva de demanda individual como se esta fosse quebrada. Isto justifica que elas operem com fix

prices, de forma que as quantidades vendidas se ajustem a variações conjunturais da procura ( Sweezy, 1939 )<sup>2</sup>.

Em oligopólio, as firmas definem o nível dos mark ups desejados ex ante e as quantidades produzidas. Os preços não operam como índices da escassez relativa e razões de intercâmbio de equilíbrio ( Possas, 1987b ). O nível de demanda àquele preço fixado define as magnitudes vendidas ( ex post ) e o nível de estoques. Nestas condições, as firmas precisam possuir reservas de capacidade produtiva para atender as flutuações não previsíveis da demanda, operando com margens de excesso de capacidade planejada<sup>3</sup> ( Steindel, 1983 ). O comportamento de fix prices dos mercados industriais, com preços fixos porém reajustáveis, decorre da existência de incentivos para que as empresas, que buscam a maximização intertemporal de lucros sob condições de incerteza e assimetria de poder de mercado, utilizem regras convencionais de decisão. A formação de rotinas decisórias, por outro lado, serve para evitar os custos excessivos de processar as informações relevantes na definição de qual preço de venda praticar.

A firma price maker depara-se com o risco de que a queda do preço praticado a curto prazo gere uma reação adversa dos concorrentes (desencadeando uma guerra de preços que reduza o valor presente dos lucros abaixo do valor esperado no quadro do uso de rotinas decisórias simples). Esta possibilidade opera como estímulo para que esta, em oligopólio, estabeleça um comportamento cooperativo de caráter convencional. Estes são cristalizados na adesão a regras de fixação de preços pela aplicação de um mark up sobre os custos variáveis.

Sob condições de estabilidade do contexto, a definição do nível do mark up desejado pela empresa líder se inscreve em um conjunto amplo de decisões referentes às suas estratégias de crescimento a longo prazo. A determinação dos mark ups desejados aparece como parte integrante do cálculo estratégico das firmas líderes.

<sup>2</sup> A organização industrial apresenta alguns argumentos que justificam este tipo de comportamento. Ver, para uma resenha crítica: Possas ( 1987b ). Autores ligados à teoria dos jogos desenvolveram outras formas de fundamentar a racionalidade microeconômica presente neste tipo de comportamento. Esta é realizada através da análise da matriz de pay offs obtidos em jogos cooperativos repetitivos, em que a estratégia dominante muitas vezes consiste na adesão a uma regra simples de conduta compartilhada pelas firmas. A vertente da macroeconomia que se autodesigna Novokeynesiana desenvolve linhas de explicação possíveis para (re)conciliar a hipótese de fix, ou stick prices, com os fundamentos de racionalidade otimizadora e expectativas racionais, da microeconomia convencional. Cabe referência aos modelos de custos de menu, rigidez real de salários, salários eficiência. Ver: Romer ( 1996 ).

<sup>3</sup> Steindel ( 1983 ) compara a flexibilidade decorrente da posse de margens de excesso de capacidade produtiva planejada, em oligopólio ( que permite à firma preservar sua posição de mercado em contextos de flutuações não previsíveis da demanda ), ao prêmio de liquidez conferido pela moeda.

A assimetria nas condições de concorrência materializa-se em condições diferenciais de acesso aos fundos. Estes são requeridos para adquirir os ativos desejados em suas trajetórias de crescimento, impondo limites à expansão da firma. As distintas taxas de retorno obtidas pelas firmas líderes e marginais impõem uma diferenciação sobre a capacidade, o ritmo e os custos de retenção de fundos internos e de captação de recursos de terceiros.

A dimensão das barreiras à entrada opera como parâmetro chave para que a empresa líder decida o nível do mark ups desejado a "longo prazo". Este representa o mark up que ela espera poder sustentar ao longo do tempo sem desencadear reações competitivas de entrantes em potencial, que contestem sua posição e sua participação relativa no mercado. A disputa concorrencial impõe limites à formação de preços das grandes empresas. Estas são balizadas pelo preço máximo esperado capaz de inibir a entrada e garantir a exclusão de concorrentes em potencial, e pelo preço mínimo requerido para forjar a expulsão de firmas marginais, indesejáveis à sustentação do ritmo de expansão perseguido pela empresa líder ( Labini, 1962 ).

As decisões de formação de preços das empresas líderes, em oligopólio, podem ser descritas como parte integrante do cálculo estratégico sobre as formas desejadas de mobilização de recursos (Eichner, 1976). Alfred Eichner examina o financiamento das grandes empresas - como mobilizar os fundos requeridos para viabilizar os planos de expansão - articulando as decisões de inversão, de composição da estrutura passiva e de determinação do nível dos mark ups desejados. Na visão deste autor, as decisões de investimento das grandes corporações seriam tomadas em simultâneo à determinação dos mark ups desejados, a vigorarem na vida útil dos projetos em operação e nas novas plantas. Segundo esta rationale, as grandes empresas definem a dimensão dos mark ups desejados de forma a minimizar o custo esperado de captação dos recursos requeridos para viabilizar seus planos de expansão. O mark up desejado representaria aquele capaz de equalizar, na margem, o custo esperado de captação de recursos entre fontes externas, oriundas do crédito de longo prazo ou da colocação de alguma securitie no mercado de capitais, e internas às firmas, pela retenção de lucros. O ônus implícito de alavancar fundos adicionais internamente, pela elevação da margem aplicada sobre os custos variáveis, está associado à intensidade esperada do efeito de desaceleração das vendas a longo prazo, do risco de atração de outros concorrentes, ou de retaliação governamental.

A lógica do cálculo em tela envolve a comparação de distintos fluxos de caixa esperados. A distribuição temporal dos fluxos de rendimentos esperados passa a ser relevante quando se focaliza o custo do financiamento dos gastos planejados ( aumentar o

volume de autofinanciamento disponível no horizonte temporal relevante para implementar os projetos de investimento através da elevação dos mark ups pode ser preferível a praticar um preço que maximiza o valor presente das receitas esperadas a longo prazo, mas que obrigaria a firma a financiar-se junto a fontes externas, com custos superiores àqueles implícitos no autofinanciamento).

Os ajustes nos mark ups operam como forma de prover os recursos requeridos para as firmas adquirirem os ativos desejados em suas trajetórias de crescimento. A formação de preços, neste quadro, opera como alavanca de geração dos recursos adicionais requeridos para equacionar o "funding" dos gastos planejados, pela geração de fundos internos às firmas (Eichener, 1976). Neste contexto, as variações nos mark ups desejados visam ajustar o ritmo esperado de retenção de recursos internos, de forma a minimizar o custo de mobilização dos recursos demandados entre fundos próprios e de terceiros.

Na ótica de uma empresa líder, operando em oligopólio, o custo implícito de pressionar o mark up equivale ao valor presente dos rendimentos que ela espera sacrificar, a "longo prazo", pelos efeitos da elevação das margens sobre o seu fluxo de caixa. O ponto a destacar é que existem defasagens temporais significativas entre a decisão de elevar os mark ups e o surgimento dos impactos negativos sobre o fluxo de caixa da firma. Estes são gerados pelo efeito que a elevação dos preços induz sobre o nível esperado de vendas, em função das decisões de substituição na cesta de consumo dos demandantes, e pelo fato de que maiores margens de lucro elevam o risco do ingresso de novos concorrentes no mercado (comprometendo o market share das firmas já instaladas e ameaçando a estabilidade das regras convencionais de liderança de preço). Na visão das grandes empresas privadas, em um contexto de crescimento relativamente estável, o mark up que maximiza os rendimentos esperados no "longo prazo" é inferior ao correspondente no "curto prazo". Do ponto de vista da firma oligopolista, a elevação do mark up, em relação ao nível que maximiza o valor presente das receitas esperadas a longo prazo, amplia o montante de lucros gerados no horizonte temporal relevante para o cronograma de implementação dos investimentos desejados.

Os recursos adicionais, alavancados pela pressão sobre preços, possuem um custo implícito. Estes surgem à medida em que são desencadeados efeitos defasados que elevam o risco de atração de novos concorrentes para o mercado e geram a perda de consumidores. A firma líder, neste quadro, possui a percepção de que a elasticidade preço da demanda a curto prazo é menor do que a elasticidade de longo prazo (Eichener, 1976). Neste cenário, os efeitos defasados desencadeados pela elevação dos mark ups praticados deprimem o valor presente dos rendimentos

esperados a longo prazo, a despeito de elevar o montante de lucros gerados no intervalo de tempo relevante para a consolidação financeira dos projetos. A diferença entre o valor presente dos rendimentos esperados a longo prazo, antes e depois do ajuste nos mark ups, define o custo implícito associado ao uso da formação de preços como mecanismo de mobilização de recursos por parte das firmas<sup>4</sup>. A relação entre o montante de fundos adicionais que espera-se obter internamente no curto prazo através da pressão sobre os preços (  $Q_{fi}$  ) e custo dos recursos (  $C_{fi}$  ) define a taxa de juros implícita (  $R$  ) dos fundos mobilizados através do autofinanciamento - via elevação dos mark ups ( Eichener, 1976 ).

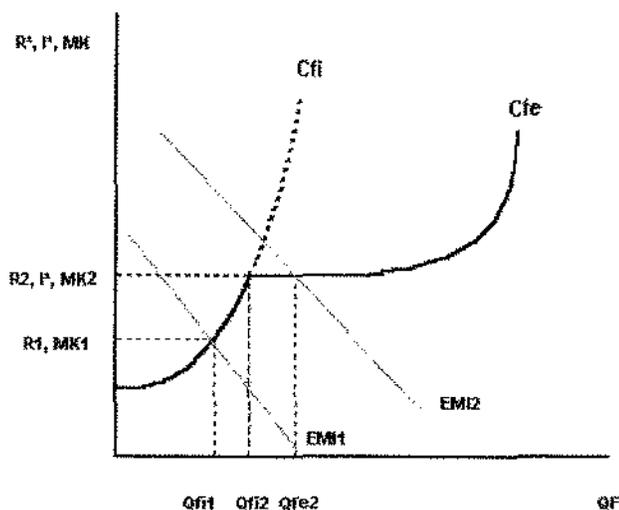
Em uma economia onde prevalecem estruturas de mercado fortemente oligopolizadas, mecanismos diversos de proteção efetiva contra as importações, e atrofia nos segmentos chaves dos mercados de créditos e capitais ( que se traduzam na escassez ou racionamento dos fundos disponíveis ), as empresas líderes possuem um "viés embutido" em favor da prática de calibrar ascendentemente os mark ups desejados.

O Gráfico 1 ilustra a lógica do cálculo privado que se materializa nas decisões de composição do "funding" dos planos de expansão das grandes corporações. O nível dos investimentos desejados, a dimensão dos mark ups, e a composição desejada do "funding" entre autofinanciamento e financiamento externo à firma são definidos no confronto das respectivas eficiências marginais e custos de mobilização dos recursos. Esta lógica se aplica às empresas líderes operando em oligopólio, numa economia onde as firmas possam demandar fundos de terceiros de longo prazo em moeda doméstica.

---

<sup>4</sup> Esta questão remete para o ponto enfocado por Labini ( 1962 ), que discute os limites que a ameaça de ingresso de novos concorrentes no mercado impõe para a fixação de preços em oligopólio. Na ausência destes constrangimentos, a firma deveria pressionar o mark up até o ponto em que a elasticidade preço da demanda garantisse a igualação da receita marginal ao custo marginal, maximizando seus lucros a curto prazo. As considerações deste autor demonstram como a ameaça do ingresso de novos concorrentes torna racional, sob a ótica do crescimento de longo prazo da firma, administrar o nível da taxa de retorno obtida, com vistas a evitar a perda de posições de mercado pela ameaça do ingresso de novos concorrentes. Isto equivale a dizer que as estratégias das firmas visam dimensionar a taxa de lucro obtida a curto prazo, visando maximizar lucros no longo prazo

Gráfico I  
Formação de Preço em Oligopólio e Definição  
do Mix de Financiamento entre Fontes Internas e Externas



A curva  $C_{fi}$  representa a percepção empresarial do custo implícito de obter internamente os recursos adicionais requeridos para realizar o “funding” dos investimentos planejados. Esta opção de financiamento envolve a elevação do coeficiente de autofinanciamento dos projetos mediante o reajuste alísta dos mark ups desejados. A curva  $C_{fi}$  descreve as diferentes combinações entre o volume de fundos que a firma espera obter internamente e sua taxa de juros implícita. Esta está associada à dimensão dos mark ups praticados e os seus respectivos custos implícitos, percebidos subjetivamente no ato de elevar os preços. A posição da referida curva depende da taxa esperada de crescimento das vendas a longo prazo, do nível de proteção dispensada aos mercados locais e dos demais fatores que se materializam na percepção das firmas sobre a dimensão das barreiras à entrada. Estes dependem das variáveis relevantes para a caracterização da estrutura da indústria, como o nível de concentração, as condições de escala mínima para operação eficiente, as economias de escala monetárias, o peso da diferenciação do produto ( Labini, 1962 ).

A inclinação da referida curva, dada a estrutura da indústria, depende da avaliação das firmas líderes sobre as elasticidades preço da demanda a curto e longo prazo. A avaliação das firmas sobre o nível de “contestabilidade” dos mercados calibra a percepção sobre o custo implícito de pressionar os mark ups desejados.

A curva Cfe representa a percepção empresarial do custo de mobilização de fundos externos à firma, via endividamento em moeda doméstica ou via emissão de ações no mercado de capitais<sup>5</sup>. Este depende da taxa de juros disponível para a realização dos contratos de endividamento marginal e do princípio do risco crescente (Kalecki, 1937), para as operações denominadas em moeda doméstica, ou do custo percebido de emitir novas ações. O custo implícito de mobilizar recursos através do endividamento doméstico depende das taxas contratuais de captação, somadas ao custo embutido no nível de risco percebido no carregamento de uma unidade de dívida adicional<sup>6</sup>. Os custos contratuais de captação definem o posicionamento da curva Cfe, enquanto a intensidade com que as variações no endividamento geram variações no risco percebido definem o formato da referida curva<sup>7</sup>.

A fusão de ambas as curvas (Cfi e Cfe) revela a percepção do custo mínimo esperado de mobilização de diferentes quantias de recursos por parte das firmas. Ela é obtida pela união dos trechos que minimizam o ônus associado à mobilização dos recursos marginais.

A curva EMI expressa as diferentes combinações disponíveis às firmas entre desembolso nos projetos de investimento e suas respectivas eficiências marginais. Nesta curva estão representadas as combinações onde as firmas maximizam a taxa interna de retorno esperada, pela realização dos melhores programas de inversão em capital fixo, que envolvam o desembolso de quantias definidas de recursos.

<sup>5</sup> A análise subsequente concentra-se na mobilização de recursos via crédito. A referida curva, entretanto, representa o custo mínimo dos fundos de terceiros que a firma pode mobilizar, via crédito ou via mercado de capitais. No caso da emissão de ações, a firma mobiliza fundos de terceiros (desvinculados do ritmo de retenção de lucros) que são incorporados ao capital próprio, mediante uma alteração na estrutura da propriedade. O ponto a reter, sob a ótica da discussão em curso, é que a emissão de ações possui um custo implícito que deve ser comparado ao custo do crédito. Isto significa que as formas de mobilização dos fundos externos às firmas (via crédito ou emissões primárias) podem variar ao longo da referida curva. Sob a perspectiva deste trabalho, estas opções podem ser representadas, sem prejuízo substantivo, envolvendo apenas a alternativa dos empréstimos.

<sup>6</sup> A curva reflete o custo do endividamento referente a obrigações de um dado perfil de prazos. A discussão sobre os prazos desejados, neste caso, fica ligada a maturação esperada dos ativos a serem financiados.

<sup>7</sup> Esta distinção equivale a dizer que a percepção das firmas sobre a dimensão do custo implícito de captação do recurso de terceiros depende da evolução de seus estoques de dívida, da composição e nível de liquidez de sua estrutura ativa e de sua avaliação sobre a estabilidade relativa de seus fluxos de receitas esperadas. Neste sentido, alterações no estado de confiança depositados nas expectativas referentes à evolução das vendas no período relevante de maturação do passivo, geradas por exemplo pela estabilização macroeconômica, se traduzem em variações no custo embutido nos contratos decorrentes de variações do nível de risco financeiro envolvido no carregamento de dívidas. Estes movimentos se expressam em um deslocamento da curva Cfe, para um mesmo nível das taxas básicas de juros na economia. Quanto maior a volatilidade das variáveis relevantes para definir a evolução do fluxo de caixa da firma maior o nível de risco financeiro associado à formação de uma unidade de dívida adicional.

No ponto em que a curva da eficiência marginal do investimento se iguala ao custo esperado de mobilização daquele volume de recursos, a firma seleciona os projetos que irá realizar e determina o nível do mark up desejado que otimiza ex ante sua estratégia de crescimento sob incerteza. No ponto  $Q_{fi1}$ , a firma define o volume de investimentos programados, decidindo a quantidade de fundos internos que ela espera alavancar através do ajuste dos mark ups - dadas suas expectativas sobre a evolução futura dos mercados e o estado de confiança depositado nestas expectativas, expressos no posicionamento da curva da eficiência marginal do investimento,  $EMI1$ .

A este nível de investimentos desejados o custo esperado de mobilizar internamente os recursos é inferior ao custo esperado de buscá-los nos mercados de créditos ou de capitais. Neste contexto, a firma espera viabilizar a execução de seu programa de expansão através do autofinanciamento, ajustando seu mark up para o nível  $Mk1$ , a um custo implícito de mobilização de  $r1$ . Diante de uma variação autônoma da curva da eficiência marginal do investimento,  $EMI1$  para  $EMI2$ , a firma altera suas decisões sobre o nível do investimento desejado. Este desloca-se para  $I2$ , associado a uma demanda por fundos  $Q_{f2}$ . Estes são obtidos através do ajuste dos mark ups desejados, que se deslocam de  $MK1$  para  $MK2$ , gerando uma alteração no custo implícito de obter os fundos internos de  $C_{fi1}$  para  $C_{fi2}$ .

Quando o custo esperado do autofinanciamento supera o custo de recorrer ao mercado de créditos ou de capitais, a firma decide captar os recursos adicionais, a uma taxa de juros implícita  $i^*$ , demandando uma quantidade de fundos externos,  $Q_{fe}$ . Esta é definida pela diferença entre fundos totais demandados e os fundos gerados internamente,  $Q_{fi}$ . Este será o valor da demanda por recursos de longo prazo no horizonte temporal em consideração.

#### 1.4 - Composição do funding em uma economia fechada no mercado de bens e integrada aos fluxos financeiros com o exterior

O cálculo privado acima descrito sofre transformações quando é realizado em uma economia integrada aos circuitos financeiros internacionais. Ele passa a envolver a alternativa de mobilizar fundos denominados em moeda estrangeira. Estes podem ser contraídos via créditos junto ao sistema bancário internacional, via emissão de títulos de dívida direta ( formas prevalentes na onda de inovações financeiras recentes ) ou através da emissão de ações, debêntures ou papéis representativos da propriedade no exterior ( as emissões externas baseadas em ativos domésticos, via ADR's por exemplo ).

No caso das empresas de capital estrangeiro, por outro lado, estas podem ser obtidas através de fluxos financeiros intra grupo, mobilizados via investimento

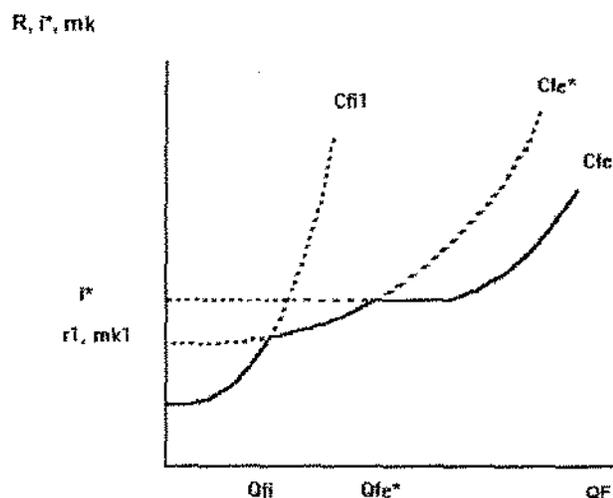
estrangeiro direto. Sob a ótica da subsidiária estrangeira estes aportes matriz-filial podem ser vistos como um fundo “externo” à firma. Isto porque estes recursos são possuidores de uma taxa de juros implícita que não está associada diretamente à sua capacidade de retenção interna de lucros e às suas decisões locais de formação de preços. A forte presença de capitais forâneos no tecido industrial e a integração aos mercados financeiros internacionais transformam o cálculo privado por fornecer mecanismos alternativos de mobilização de fundos às firmas. Estes envolvem a formação de obrigações ( explícitas ou implícitas ) de pagamento denominadas em moeda estrangeira. A grande empresa privada, neste quadro de integração financeira externa, passa a fazer a distinção entre os custos do autofinanciamento e os custos relativos ( implícitos e explícitos ) de mobilizar os recursos de terceiros contraindo obrigações de pagamento ( contratualmente definidas como dívidas ou como aportes de capital ) denominadas em moeda doméstica ou em moeda estrangeira.

A inclinação da curva que reflete a percepção das firmas sobre a relação de custos e prazos dos fundos disponíveis nos mercados financeiros internacionais espelha a evolução dos custos contratuais de captação em moeda estrangeira nos diversos prazos, a yield curve em moeda estrangeira, sobreposta à expectativa das firmas sobre a variação cambial nos respectivos prazos ( ou o custo de realizar hedge nestes prazos ). Esta deve ser ajustada pelo nível de risco percebido no endividamento marginal das firmas nos distintos perfis de prazos possíveis, que depende da composição dos estoques de passivos carregados pela firma demandante de recursos. A dimensão do risco financeiro percebido depende do estado de confiança que a firma deposita nas expectativas construídas sobre a evolução do câmbio real nos diversos prazos de captação disponíveis e do nível de estabilidade dos seus fluxos de receitas esperadas.

No quadro de racionamento de crédito doméstico de longo prazo, a obtenção de recursos externos, possuidores da estrutura de custos e prazos mais vantajosas, decorre de restrições presentes no lado da “oferta” de fundos. Nos contextos de grande liquidez internacional, a disponibilidade de recursos externos altera as condições que balizam as decisões de composição do mix de recursos desejados para realizar o “funding” dos gastos planejados. Este cálculo define o perfil de prazos e a distribuição desejada das moedas de denominação dos estoques de passivos carregados pelas firmas. A captação de recursos externos pode decorrer, pela ótica da demanda, das decisões privadas visando otimizar o perfil de seu “funding”, ainda que existam alternativas de financiamento junto a fontes domésticas e não verifique-se, sob a ótica do balanço de pagamentos, nenhum hiato de recursos relevante ( Cruz, 1984 ).

O gráfico 2 ilustra a distinção entre o custo esperado de mobilização do recurso externo à firma mediante a obtenção de dívidas junto ao sistema financeiro interno e no exterior ( estas denominadas em moeda estrangeira ).

Gráfico 2  
Formação de Preço e Composição Desejada do Funding em Oligopólio em Economia Integrada aos Mercados Financeiros Internacionais



A curva  $Cfe^*$  expressa a avaliação das firmas quanto ao custo implícito de mobilizar os recursos desejados endividando-se no exterior<sup>8</sup>. A posição desta curva depende de considerações “exógenas” à economia, que se expressam nas condições contratuais de captação em moeda estrangeira. Estas estão associadas à relação entre prazos e taxas de juros disponíveis aos tomadores locais nos contratos denominados em moeda estrangeira. Tais condições dependem da evolução das taxas de juros internacionais, do spread cobrado em função do “risco país” e dos tomadores em particular. Elas também refletem as expectativas dos demandantes do crédito ( e o estado de confiança depositado nestas expectativas ) sobre a evolução futura da taxa de câmbio real ( nos diversos prazos disponíveis dos fundos ofertados ) e sobre suas receitas correntes no horizonte temporal relevante para o cronograma de desembolso com juros e principal da dívida<sup>9</sup>. As avaliações subjetivas sobrepõem-se aos custos

<sup>8</sup> A curva reflete o custo do endividamento referente a obrigações de um dado perfil de prazos.

<sup>9</sup> O custo implícito pode ser traduzido no custo esperado de operar um hedge. Este depende do nível de desenvolvimento institucional dos mercados futuro e a termo de divisas e da vigência de um cenário marcado pela dispersão de expectativas entre agentes altistas e baixistas no mercado de câmbio. A combinação das posições assumidas por altistas e baixistas calibra os custos de operação do hedge dentro dos prazos para os quais existam mercados organizados. Em operações com prazos para os quais não existam mercados futuros ou a termo organizados, a decisão de captar recursos no exterior coloca o

contratuais de captação ( em operações a taxas flutuantes o custo esperado dos fundos de longo prazo dependem das expectativas sobre a evolução das taxas de curto prazo no futuro ), definindo o custo implícito associado ao coeficiente de risco financeiro percebido na contratação de uma unidade de dívida externa adicional. Alterações nas taxas de juros internacionais, mudanças nas projeções sobre a evolução do câmbio real ou aumento no grau de incerteza na economia promovem o deslocamento da curva Cfe\*.

#### 1.5 - Notas sobre Prazos, custos e usos dos fundos desejados pelas firmas

O cálculo empresarial sobre a composição das moedas de denominação e os perfis de prazos dos fundos demandados é guiado pelo esforço de minimizar os custos globais de financiamento da carteira de ativos. Estes custos são ajustados pela percepção dos níveis de risco envolvidos no carregamento dos estoques de passivos. Sob a ótica do princípio do risco crescente ( Kalecki, 1937 ), o custo implícito dos fluxos de empréstimos tomados pelas firmas eleva-se em função grau de endividamento, e depende do perfil do estoque de passivos. Este custo implícito, que afeta os níveis globais de endividamento desejado, depende das moedas de denominação dos estoques de passivos velhos.

O nível de risco embutido no custo de um empréstimo novo depende, entre outros fatores, do grau de endividamento global da firma. Ele depende, por outro lado, da participação do estoque de obrigações denominadas nesta moeda, prazo ou taxa de referência relativamente ao conjunto do passivo e relativamente à composição das moedas de denominação das receitas esperadas. Este custo implícito crescente opera ainda que a taxa de juros contratual disponível para a realização do endividamento marginal seja a mesma do estoque de passivo previamente acumulado ( ou seja, mesmo que o maior risco do credor não se traduza em elevações do spread cobrado ). O crescimento do componente não contratual do custo de captar recursos de terceiros decorre da percepção do tomador de que o endividamento amplia os seus graus de fragilidade financeira. Ele reflete os maiores níveis de risco decorrentes do carregamento de estoques de passivos concentrados em determinadas moedas de denominação, prazos ou taxas de referência ( relativamente a uma dada estrutura de liquidez dos ativos, das moedas de denominação e do nível de estabilidade das receitas esperadas ). O risco crescente impõe um custo implícito associado ao aumento da

---

agente em uma posição descoberta. Nesta situação ele fica sujeito aos riscos decorrentes das flutuações não antecipadas das paridades, ou na dependência de mecanismos outros de proteção - como a venda de títulos públicos indexados à taxa de câmbio por parte das autoridades fiscais. O nível do risco cambial, *ceteris paribus*, eleva-se com o crescimento de prazos dos contratos.

relação recursos de terceiros / recursos próprios, como impõe mudanças nos custos relativos dentre os diversos mecanismos de mobilização de fundos de terceiros. Desta forma ele influi na composição desejada de taxas de referência, prazos de amortização e moedas de denominação das dívidas.

O custo implícito dos recursos que a firma pode mobilizar depende diretamente dos prazos de amortização das dívidas e do nível de liquidez da carteira de ativos a ser financiada. O custo implícito de financiar a aquisição de ativos relativamente líquidos com dívidas de curto prazo é menor do que o custo de financiar a aquisição de ativos não líquidos com as mesmas condições contratuais de taxas e prazos ( pois ao financiar a aquisição de ativos não líquidos com fundos que precisam ser periodicamente refinanciados, a firma assume o risco de sofrer uma perda patrimonial caso o refinanciamento venha a ser rompido. Neste caso ela seria obrigada a vender, em curto espaço de tempo, um ativo não líquido para saldar as obrigações contratuais com os credores, o que supõe sua venda com deságio ).

Por outro lado, o nível de previsibilidade da taxa de câmbio real relevante define a dimensão do custo implícito associado ao carregamento de um passivo denominado em moeda estrangeira. Isto porque este pode ser “inflado” no período de sua maturação. Este custo deve ser confrontado com o custo esperado de carregar uma unidade adicional de dívida denominada em moeda doméstica. O custo implícito de captação de fundos externos flutua junto ao estado de confiança depositado nas antecipações construídas sobre a evolução da taxa de câmbio real à vista, a prevalecer no futuro.

A decisão de captar internamente, ou no exterior, depende das antecipações dos tomadores sobre as diferenças de taxas de juros reais, acrescidas da variação cambial esperada no intervalo de tempo relevante para amortização das dívidas contraídas. A este diferencial deve ser adicionado um componente associado à percepção do risco das firmas errarem em suas avaliações sobre o patamar da taxa de câmbio real esperada no futuro. Este componente de risco cambial cresce à medida que crescem os prazos de amortização dos recursos. O erro na definição da taxa de câmbio esperada no futuro relevante pode gerar sub e sobrestimações do valor futuro dos estoques de dívida a serem carregados pela firma ( afetando sua capacidade de servi-lo ). Quanto maior o prazo de maturação da obrigação a ser contraída em moeda estrangeira, *ceteris paribus*, menor é o grau de confiança depositado nas expectativas construídas sobre o valor da taxa de câmbio esperada no futuro e maior o custo implícito de realizar uma operação de captação externa<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Uma apreciação da taxa cambial, percebida como sustentável intertemporalmente, gera uma alteração na relação entre o patrimônio líquido e o estoque de dívida externa das firmas previamente endividadas

Uma empresa que esteja endividando-se externamente para adquirir ativos financeiros domésticos, líquidos e de curto período de maturação, maximiza seu retorno realizando uma captação de curto prazo no exterior. Neste perfil de prazos ela paga um prêmio de liquidez menor em moeda estrangeira, associado à magnitude do spread correspondente a este período de maturação da dívida, ao mesmo tempo que evita o risco de ficar ilíquido e insolvente, caso o refinanciamento dos créditos ou papéis for cortado no mercado internacional. Caso isto ocorra, a firma pode vender os ativos líquidos internamente e saldar as obrigações externas - maximizando o valor dos ganhos financeiros extraídos no período de vigência do diferencial de taxas de juros reais internas e externas.

O prazo desejado dos empréstimos demandados pelas firmas industriais está relacionado ao grau de liquidez dos ativos que serão financiados através do endividamento. Na ótica empresarial, a transição do "finance" para o "funding" ocorre quando o investidor consegue equacionar a estrutura de maturação e de moedas de denominação dos estoques de dívidas e definir o mix de recursos próprios / terceiros desejado. Este é definido visando minimizar o custo esperado ( ajustado pelo nível de riscos percebidos ), de financiar a retenção de um conjunto de ativos com diferentes níveis de liquidez em carteira. De acordo com este objetivo, no que diz respeito ao financiamento do investimento, a firma visa carregar uma obrigação financeira de maturação capaz de minimizar o custo do financiamento de um ativo de capital, ilíquido por natureza. Este é obtido pela taxa de juros contratual mínima para a captação de um determinado volume de recursos, ajustada pelo ônus implícito embutido no nível de risco de insolvência percebido. A firma que financia a aquisição de um bem de capital com recursos próprios incorre no risco de defrontar-se com uma taxa de retorno ex post inferior à taxa esperada ex ante no melhor uso alternativo dos fundos investidos<sup>11</sup>. Este é o risco de verificar um rendimento subótimo sobre o estoque de capital próprio imobilizado. Por outro lado, a firma que financia a decisão de investimento com recursos de terceiros incorre no risco

---

em moeda estrangeira. Este impacto patrimonial de uma variação da taxa de câmbio sobre os detentores de passivos em moeda estrangeira altera o nível de risco envolvido na captação de novos fundos. Ela abre espaço para novas captações, dados os níveis desejados de alavancagem. Neste caso, a apreciação cambial real baixa o custo implícito da captação marginal, associado à percepção de risco decorrente da concentração de posições, desinflando autonomamente o estoque de dívida atrelada ao câmbio e alterando a distribuição das moedas de denominação do estoque de endividamento global. No caso da economia brasileira no passado recente, este fenômeno deve ser especialmente relevante para as empresas do setor público que carregavam amplos estoques de passivos externos. A subcorreção do câmbio nominal em relação aos índices de preço ao atacado após o Plano Real diminuiu o peso do serviço das dívidas velhas denominadas em moeda estrangeira no fluxo de caixa das empresas estatais, contribuindo para melhorar seus resultados operacionais.

adicional de ficar insolvente, e ser forçada a realizar uma perda patrimonial, vendendo ativos não líquidos para pagar as dívidas por vencer, caso os fluxos de rendimentos verificados sejam insuficientes para servir e amortizar as dívidas contraídas. Em uma economia onde o “funding” seja gerado no mercado de capitais doméstico, a aproximação do período de maturação das dívidas demandadas ao período de maturação do ativo marginal é a regra ótima para agentes avessos ao risco financiarem sua carteira.

Em uma economia integrada aos mercados financeiros externos e caracterizada pela precariedade dos mecanismos domésticos de intermediação financeira, onde a obtenção de dívida de longo prazo de maturação envolve, via de regra, a aquisição de dívida denominada em moeda estrangeira, o cálculo das firmas embute o risco cambial percebido no cômputo do custo do “funding”<sup>12</sup>. O prazo desejado das captações externas está associado à confiança depositada na expectativa de evolução do câmbio real. Quanto maior o prazo de maturação das obrigações a serem contraídas em moeda estrangeira maior é o risco de cometer uma avaliação equivocada sobre o valor real dos estoques de passivos no futuro. Este crescimento do risco de se deparar com oscilações não esperadas da taxa cambial, em função do alargamento do prazo de maturação das obrigações, traduz-se na elevação dos custos embutidos no alongamento de prazos dos recursos demandados em moeda estrangeira (além da elevação dos spreads cobrados nos contratos de maior prazo).

O prazo desejado das obrigações contraídas em moeda estrangeira deve minimizar, na margem, o custo esperado de carregamento de um passivo de distintos perfis de maturação. Este cálculo expressa o confronto entre o custo embutido no risco cambial (de projetar erroneamente o comportamento futuro da taxa cambial e digerir uma variação autônoma indesejada dos estoques e do peso do serviço dos passivos contratados no fluxo de caixa), que cresce com o prazo das obrigações, e o custo implícito associado ao risco de ter o refinanciamento de suas posições de curto prazo cortado, que cai com o crescimento do prazo de amortização das obrigações.

Caso a taxa de juros real esperada de curto prazo interna seja maior do que a eficiência marginal do investimento, e esta seja maior do que a taxa disponível

<sup>11</sup> Este risco existe no caso das operações de captação a taxas de juros flutuantes. Entretanto, captar a longo prazo, ainda que a taxas flutuantes, não equivale a rolar sucessivamente créditos de curto prazo, pois existe o risco do refinanciamento ser cortado.

<sup>12</sup> Esta idéia pode ser expressa na equação que descreve a condição de equilíbrio na composição de carteira de um residente, descrevendo a situação em que ele não possuirá estímulos para alterar sua posição patrimonial:  $(i^* - P^*) + C_{êe} = (i - P) - (\dot{Ê})$ ;  $C_{êe}$  = custo implícito associado ao risco de verificar uma elevação autônoma inesperada dos estoques de passivo em moeda doméstica, depende do estado de confiança depositado nas expectativas de evolução do câmbio real ( $\dot{Ê}$ ), função direta do prazo das obrigações externas;  $i$  = taxa de juros nominal relevante,  $P$  = taxa de variação dos preços relevantes; variáveis com asterisco indicam o equivalente no resto do mundo.



O gráfico 3 ilustra as variáveis envolvidas no cálculo de composição de carteira das firmas. O nível de investimentos desejado no período em consideração será definido pela interseção da curva da eficiência marginal do investimento com a curva da eficiência marginal dos ativos financeiros de curto prazo ( EMAFcp ) cujo formato está vinculado ao princípio do risco crescente. A decisão de formação de capital fixo revela a percepção das firmas de que a taxa interna de retorno da aquisição de um bem de capital supera o custo percebido de mobilizar aquele volume de fundos e supera o melhor uso alternativo dos recursos, representado pela taxa de retorno associada à aquisição de ativos financeiros domésticos de curto prazo. As decisões de investimento desencadeadas neste contexto eclodem, pela ótica do financiamento, como demanda por um fluxo de recursos totais de longo prazo  $Q_{fi}$ . Estes são decompostos em um montante alavancado sobre a forma de lucros retidos,  $Q_{fi}$ , gerados pelo nível dos mark up  $mk_1$  à taxa de juros implícita  $r^*$ , e na demanda por recursos de terceiros. Estes são obtidos mediante a realização de empréstimos de longo prazo denominados em moeda estrangeira.

Neste contexto, a demanda por recursos de longo prazo da firma no mercado internacional será equivalente a  $Q_{felp}^* - Q_{fi}$ . No trecho em que curva da eficiência marginal dos ativos financeiros domésticos supera a eficiência marginal do investimento e é superior ao custo de mobilização dos recursos, a firma possui estímulos para demandar créditos externos de curto prazo visando adquirir ativos financeiros domésticos. Neste cenário, a demanda total por fundos denominados em moeda estrangeira é representada pela distância vigente entre o montante de fundos que a firma espera alavancar internamente,  $Q_{fi}$ , e o ponto  $Q_{AFcp}$ . A composição destes fluxos de empréstimos entre dívidas de curto e longo prazo é representada pela distância vigente entre os investimentos desejados e os fundos gerados internamente,  $Q_{felp}^* - Q_{fi}$ , vis à vis a demanda por créditos destinada a realizar ganhos de arbitragem. Estes possuem dimensão equivalente à diferença entre os fundos de curto prazo alavancados em moeda estrangeira,  $Q_{fcp}^*$ , e à quantidade de investimentos planejados (  $Q_{AFcp} - Q_1$  é igual a demanda por crédito externo de curto prazo, enquanto  $Q_1 - Q_{fi}$  equivale à demanda por crédito externo de longo prazo visando realizar o "funding" dos investimentos planejados ).

As decisões de carteira das firmas devem avaliar o peso de carregamento dos estoques de dívidas e confrontá-lo ao custo percebido de mobilizar os recursos adicionais. O estoque de endividamento desejado pelas firmas está diretamente ligado à percepção do custo implícito dos fluxos dos recursos que ela pode mobilizar. Como o custo dos recursos embute avaliações de risco ( dependentes do estado de confiança

depositado nas expectativas formuladas sobre a evolução futura dos mercados ), e como existe rigidez decorrente do carregamento de contratos que definem obrigações de pagamento futuro a serem realizadas ao longo de diversos períodos, a firma pode possuir estímulos para realizar empréstimos em moeda visando alterar a estrutura de seu passivo. Estes podem ser realizados visando trocar dívida cara por dívida mais barata ou ajustar o perfil de prazos desejados, caso o custo percebido de carregar o passivo velho supere o custo percebido de captar os recursos adicionais.

O presente capítulo procurou representar a lógica do cálculo de financiamento empresarial em oligopólio. Os exercícios de estática comparativa que podem ser desenvolvidos com o instrumental teórico proposto por Eichner ( 1976 ), ainda que as expectativas embutidas em tais exercícios possam ser frustradas *ex post*, servem ao propósito de descortinar os elos de ligação entre as decisões de financiamento, formação de preço e inversão. A determinação dos mark ups desejados pelas firmas líderes se insere no conjunto de decisões sobre como equacionar o "funding" dos gastos planejados em suas estratégias de expansão a longo prazo, através de sua influência no ritmo de retenção de fundos internos. O mix de recursos próprios e de terceiros é definido em simultâneo a determinação do mark up desejado e do perfil de prazos e das moedas de denominação dos fundos demandados.

Estas lentes teóricas podem, desta forma, ajudar na compreensão do perfil do ajuste dos esquemas de financiamento empresarial às mudanças exógenas em variáveis centrais para o cálculo das firmas. A moldura conceitual descrita permite decompor o impacto de mudanças em variáveis como a taxa de crescimento esperada a longo prazo, a eficiência marginal do capital, ou o nível de proteção dispensada aos mercados locais, ou ainda decorrentes da reinserção ( ou exclusão ) da economia aos circuitos financeiros internacionais sobre os mecanismos de financiamento desejados pela grande empresa. A incorporação da mudança exógena deve ser refletida no deslocamento, ou mudança do formato, das respectivas curvas, que expressam o custo implícito do autofinanciamento, da captação de fundos externos à firma e da eficiência marginal do investimento.

O arcabouço conceitual apresentado neste capítulo procurou realizar uma primeira aproximação ao tema da formação de preços em mercados oligopolizados e sua articulação com o mix de financiamento das grandes empresas. Estes elementos conceituais, entretanto, não podem ser transplantados, sem as devidas mediações, para interpretar o movimento concreto descrito pelas grandes empresas na economia brasileira no passado recente.

Para tanto, será necessário, como passo intermediário, organizar alguns elementos conceituais adicionais que, através de aproximações sucessivas, nos indiquem as particularidades das decisões de financiamento empresarial e de formação de preços em alta inflação. O capítulo 2 procura tecer considerações sobre o financiamento empresarial e formação de preços em alta inflação. O arsenal de conceitos apresentados será invocado, explícita ou implicitamente, na identificação das forças motoras por detrás da tendência altista descrita pelos mark ups industriais em contextos de alta instabilidade na economia brasileira. Este movimento, como será visto, está intimamente ligado ao perfil defensivo de ajustamento do mix de financiamento das grandes empresas ao quadro macroeconômico de grande instabilidade e severa restrição externa verificado no passado recente.

## CAPÍTULO 2

### Formação de preços e financiamento empresarial em um regime de alta inflação

#### 2.1 - Introdução

A escalada da instabilidade verificada na economia brasileira e nos demais países latino-americanos nos anos oitenta, foi decorrente, em larga medida, da crise do endividamento externo. A reversão abrupta das condições de financiamento externo, imposta logo após a moratória mexicana, acarretou um severo racionamento do crédito, que se estendeu por toda a década de 80. Os bancos conduziram todo o processo de renegociação dos passivos velhos a partir da estratégia de manter os países endividados em “rédeas curtas” na liberação do crédito externo novo. Esta estratégia foi prolongada pelo tempo necessário para que os credores altamente expostos na região pudessem digerir os ativos podres em suas carteiras ( Baer, 1993 ).

Sob a ótica dos países latino-americanos, a abrupta contração do crédito em moeda estrangeira impôs a necessidade de um ajustamento rápido das contas externas. Uma das conseqüências de tal movimento foi o crescimento dos níveis de proteção concedidos à indústria, visando gerar saldos comerciais expressivos em curto espaço de tempo - reforçando um viés intrínseco ao processo de industrialização periférico. Além disso, a contrapartida do ajustamento das contas externas foi o desajuste interno, materializado no agravamento da crise fiscal e financeira do setor público e na aceleração inflacionária ( Cruz, 1995 ). O racionamento do crédito externo e o conseqüente estrangulamento cambial impediam que os mecanismos de alimentação da alta instabilidade fossem desmontados ( Frenkel e Fanelli, 1995 ).

Neste cenário, as instituições e práticas empresariais foram adaptadas para garantir a reprodução das economias em condições de elevada instabilidade macroeconômica. O conjunto das adaptações nas práticas empresariais e nas instituições realizadas visando garantir a sobrevivência e a preservação da atividade econômica foi batizado como um regime de alta inflação ( Frenkel, 1979; Carvalho, 1990 ). Nesta seção serão feitos alguns apontamentos conceituais sobre o comportamento empresarial no contexto de um regime de alta inflação - submetido ao racionamento de crédito externo e elevado nível de proteção dos mercados domésticos. A próxima seção procura articular diversas dimensões do debate sobre o comportamento empresarial em alta inflação à discussão sobre o perfil de ajustamento dos esquemas de financiamento das grandes empresas. Posteriormente são anexados

alguns comentários sobre as decisões de formação de preço e financiamento sob alta inflação e economia aberta e em um quadro de economia aberta e recém estabilizada.

## 2.2 - O financiamento empresarial sob racionamento de crédito externo e economia protegida em um regime de alta inflação.

O conceito de um regime de alta inflação descreve o arranjo particular das instituições e regras decisórias empresariais que viabilizaram a reprodução das economias latino-americanas sob condições de taxas elevadas e persistentes de inflação. A adaptação ao ambiente de profunda instabilidade inflacionária realizou-se pela proliferação e sofisticação de mecanismos formais e informais de indexação de preços, salários e ativos financeiros. Estas mudanças nas instituições combinaram-se à adaptação defensiva operada no cálculo empresarial. A mutação nas instituições e o encurtamento defensivo do horizonte de cálculo empresarial - afetando suas decisões de inversão, formação de preços e financiamento - são as duas dimensões fundamentais na caracterização da especificidade das economias que atravessaram longos períodos de inflação elevada - capturada tentativamente pelo conceito de um regime de alta inflação<sup>14</sup>.

A realização de transações em desequilíbrio e as reações empresariais defensivas ao quadro de extrema instabilidade produzem transformações freqüentes e abruptas na posição de riqueza dos agentes, na dotação de fatores, nas expectativas empresariais, no grau de confiança depositado nestas expectativas, no formato das instituições relevantes e na posição patrimonial das firmas. Estas se traduzem em mudanças nos parâmetros do sistema.

O crescimento expressivo dos níveis de instabilidade estrutural e dinâmica traduziu-se em adaptações defensivas nos processos decisórios dos agentes econômicos relevantes e no formato das instituições<sup>15</sup> - com o que se engendrou uma mudança

<sup>14</sup> Para uma discussão sobre o conceito de regime de alta inflação, ver, por exemplo, Carvalho ( 1990 ).

<sup>15</sup> Sobre os conceitos de estabilidade estrutural e dinâmica, ver: Vercelli ( 1991 ). A propriedade de instabilidade dinâmica de um sistema refere-se ao fato de que a interação agregada das decisões individuais não resulta em uma tendência de convergência para o equilíbrio geral. Este é caracterizado pela combinação de fechamento dos mercados e otimização. Ainda que exista um vetor de preços capaz de garantir o fechamento simultâneo de todos os mercados, a trajetória descrita face a algum choque exógeno ao sistema pode promover um afastamento progressivo da posição de equilíbrio. Mesmo que o equilíbrio exista, a operação dos mecanismos que viabilizam a convivência com a inflação elevada trava o papel do sistema de preços como indutor dos ajustes a mudanças exógenas. Ao invés do que acontece em economias dinamicamente estáveis, a ocorrência de choques pode desencadear trajetórias caracterizadas pela tendência endógena de crescimento da instabilidade. A economia pode descrever trajetórias de crescimento explosivo das variáveis relevantes. Sobre a aplicação destes conceitos de instabilidade dinâmica e estrutural para pensar o problema referente ao perfil desejado das reformas estruturais e suas ligações com a estabilização na América Latina, vista como mutação estrutural capaz de converter economias dinamicamente

qualitativa no comportamento empresarial<sup>16</sup>. Neste ambiente, a evolução dos preços esperados dos ativos, do nível de atividade, das taxas de juros e câmbio reais ex ante e ex post sofre alterações abruptas e imprevisíveis. A crescente volatilidade destas variáveis se expressa na drástica elevação do prêmio econômico conferido ao nível de liquidez das carteiras privadas. A deterioração do estado de confiança que as firmas depositam na evolução futura das variáveis centrais para o cálculo prospectivo materializa-se no crescimento expressivo dos níveis de preferência pela flexibilidade na composição de suas estruturas ativas e passivas ( Frenkel e Fanelli, 1995 )<sup>17</sup>.

### 2.2.1 - O viés curto prazista das decisões empresariais

As decisões das firmas, em alta inflação, refletem a tentativa de esquivar-se dos riscos de desvalorização patrimonial. Isto introduz um viés “curto prazista” na demanda por ativos e desincentiva o endividamento. O perfil da demanda por ativos financeiros se ajusta ao contexto de elevado risco, decorrente do ambiente de alta inflação. Esta concentra-se em instrumentos de curto prazo e alta liquidez, denominados em moeda estrangeira ou indexados a algum índice de preços, usualmente lastreados na dívida pública<sup>18</sup>. A demanda por moeda não indexada

---

instáveis em dinamicamente estáveis, ao invés do sentido usual que limita seu escopo ao fim de processos inflacionários crônicos, ver: Frenkel e Fanelli ( 1995 ).

<sup>16</sup> Roberto Frenkel ilustra, através da análise da demanda por moeda, como o fenômeno da histerese no campo monetário financeiro operou em economias que passaram por longos períodos de inflação elevada. Os níveis de monetização prévios aos surtos de aceleração inflacionária não são recuperados após a estabilização das economias latino-americanas que operaram por longos períodos em um regime de alta inflação. Isto ocorre porque as inovações financeiras e a adaptação das práticas de pagamento ao contexto de alta inflação impuseram mudanças irreversíveis nos parâmetros da equação agregada de demanda por moeda. Ver: J. M. Fanelli, Roberto Frenkel e G. Rozenwurcel ( 1992 ).

<sup>17</sup> Esta é uma dimensão distintiva da instabilidade estrutural descrita em um contexto de alta inflação. Em um surto de inovações schumpeteriano, como o descrito na Teoria do Desenvolvimento Econômico, ( Schumpeter, 1912 ), os parâmetros do sistema econômico mudam em decorrência dos pacotes de investimentos induzidos pela inovação. Pela definição de capitalismo fornecida por este autor - associada ao rompimento do equilíbrio caracterizador do fluxo circular, e da conseqüente criação de rendas extraordinárias geradas no processo de inovação - decorre que este é estruturalmente instável - no sentido conferido por Vercelli ( 1991 ). A ruptura das práticas do fluxo circular decorre da postura ativa dos empreendedores. Estes estão dispostos a assumir riscos e abdicar da flexibilidade em suas carteiras para viabilizar a execução dos projetos inovadores. Estes são financiados pelo crédito e decorrem da confiança empresarial e bancária nas apostas inovadoras a longo prazo. A instabilidade estrutural presente em um regime de alta inflação diferencia-se no sentido de que ela expressa a resultante da generalização de posturas defensivas. Ao contrário do verificado nos surtos de inovação schumpeterianos, a instabilidade, no contexto de um regime de alta inflação, está associada à menor disposição empresarial de assumir o ônus decorrente da imobilização da riqueza.

<sup>18</sup> O crescimento dos níveis de preferência pela flexibilidade reduz a disposição dos bancos e demais intermediários financeiros de operarem descasados, e dos aplicadores em adquirir ativos não líquidos de médio e longo prazo. Sob a ótica do circuito do financiamento, esta disposição dos aplicadores para comprar ativos não líquidos ou de longa maturação é requerida para que outros intermediários financeiros avancem crédito ( ou outros instrumentos que possam representar

retrai-se fortemente (  $M1/ PIB$  tende a cair significativamente ). Neste contexto são geradas inovações financeiras que permitem implementar a substituição de depósitos a vista por ativos indexados nos portfólios das firmas, ou verifica-se uma fuga para ativos denominados em moeda estrangeira<sup>19</sup>. Os aplicadores embutem prêmios de risco crescentes para coibir a conversão de seus estoques de riqueza líquida em ativos no exterior ou ativos domésticos denominados em moeda estrangeira ( Barros, 1993; Madi, 1994 ).

A lógica do cálculo que orienta as decisões de investimento, de formação de preços e de composição das estruturas passivas desejadas pelas firmas sofre mutações profundas ligadas ao quadro de prolongada instabilidade macroeconômica. A vigência de um quadro de profunda instabilidade se expressa na imprevisibilidade da evolução futura do preço real dos ativos denominados em moeda doméstica. Ela se manifesta, por outro lado, em um maior custo implícito, decorrente dos níveis de risco percebidos, de carregar os estoques de passivos financeiros, denominados em moeda

---

funding para o demandante de fundos ) de longo prazo para os investidores. O estreitamento de prazos dos ativos demandados pelos aplicadores e a baixa disposição das instituições financeiras para descasarem o perfil de prazos de seus ativos e passivos, materializa-se no encurtamento da estrutura a termo dos contratos financeiros. No limite, a riqueza financeira fica condensada em instrumentos de curtíssimo prazo. Isto materializa-se no estreitamento dos prazos dos recursos disponíveis para os demandantes de fundos ( no caso concreto da economia brasileira - o setor público figurava como demandante líquido principal ). O crescimento da preferência pela flexibilidade dos aplicadores, a despeito de não necessariamente inibir a intermediação dos fundos, acaba por elevar o nível de fragilidade financeira dos demandantes líquidos de recursos. Face à deterioração das condições de custos / prazos, a demanda por recursos e o perfil do investimento desejado passam a ser afetados. As firmas passam a privilegiar projetos de menor maturação e que possam ser implementados através de elevados coeficientes de autofinanciamento.

<sup>19</sup> A mudança nas práticas de pagamento e a generalização do uso da moeda indexada envolve a adaptação do sistema bancário ao contexto de forte aceleração inflacionária. As inovações financeiras permitem que a queda na demanda por depósitos à vista seja compensada pela criação de ativos líquidos indexados. Segundo Barros ( 1993 ), ao longo da década de oitenta na economia brasileira, a operação da moeda indexada funcionou ancorada em determinados compromissos estabelecidos entre as autoridades monetárias e o sistema de bancos comerciais. O expressivo crescimento das carteiras de títulos públicos, lastreando a remuneração dos passivos bancários líquidos em alta inflação, foi viabilizado pelo compromisso do Banco Central de sustentar a taxa do overnight em níveis consistentes com a remuneração da carteira de títulos média dos bancos. A autoridade monetária deveria recomprar os títulos caso o primeiro compromisso fosse violado ( o que equivale a emitir papéis com taxa de juros flutuante atrelados ao custo de captação médio de curto prazo das instituições financeiras ), e garantir o fechamento da posição de reservas das instituições que não conseguissem financiar sua carteira de títulos públicos junto aos clientes. Este fechamento era realizado através da zeragem automática da posição de reservas dos bancos, através da compra ou venda residual, realizada ao final do dia pela mesa do open market. Ver também Madi ( 1994 ). Nos países latino-americanos que experimentaram surtos inflacionários crônicos, em que as inovações financeiras viabilizaram a operação da moeda indexada, não ocorreu, de forma tão intensa, o processo de conversão da demanda doméstica por ativos financeiros em direção a ativos denominados em moeda estrangeira ( no limite com a substituição pura e simples da moeda local por alguma moeda internacional ) e em direção a ativos no exterior ( fuga de capitais ). A fuga de capitais e a dolarização avançaram de forma muito menos intensa nas economias que, como a brasileira, construíram um sofisticado mecanismo de indexação

estrangeira e em moeda doméstica. O crescimento do custo implícito do endividamento decorre do fato de que o risco de descasamento entre receitas e despesas eleva-se de forma proporcional ao crescimento das taxas de inflação, da volatilidade do câmbio real e das flutuações recorrentes do nível de atividade de curto prazo.

O devedor, quando contrai uma dívida, assume o risco de realizar, ex post, um fluxo de receitas insuficiente para saldar as obrigações contratuais assumidas. O risco do devedor, em um regime de alta inflação, cresce proporcionalmente às taxas de inflação<sup>20</sup>. Quanto maior a taxa de inflação, maior o risco de descasamento dos indexadores que reajustam receitas e despesas ( Baer, 1993; Costa, 1997 ), ou de incorrer em erros de previsão sobre a evolução futura das taxas de juros e câmbio reais, nos momentos contratualmente previstos para os desembolsos com serviço e amortização. O risco eleva-se, por outro lado, em função da maior volatilidade da absorção doméstica, que pode traduzir-se em uma retração não antecipada do nível de vendas a curto prazo. A probabilidade das empresas serem lançadas em uma situação de desequilíbrio patrimonial involuntário aumenta de acordo com a dimensão relativa de suas dívidas de curto prazo, da estabilidade de seu fluxo de receitas esperadas e das taxas de juros reais referentes a estas dívidas ( sob a ótica micro, a taxa de juros real de uma obrigação contratual depende da taxa nominal em relação ao índice de preços específico dos seus produtos ou demais fontes de receitas, e não do índice geral de preços ).

Nestas circunstâncias, a deterioração das condições de custos / prazos e a ruptura das convenções que conferiam elasticidade ao crédito doméstico de curto prazo impõem um prêmio crescente para convencer os proprietários da riqueza a abdicar da flexibilidade na composição de suas carteiras e tomar decisões irrevogáveis que envolvam um longo período de maturação. Estes, sob condições menos instáveis, muitas vezes decidiam investir baseados na confiança de conseguir refinarar sucessivamente as dívidas de curto prazo, assumindo uma posição especulativa, no sentido de Minsky ( 1986 ). Esta mutação nos custos e prazos dos recursos financeiros foi combinada à deterioração no grau de confiança depositado pelas firmas na estabilidade das condições de refinanciamento dos empréstimos de curto prazo e das receitas esperadas. Estes fatores desestimulam o investimento e reforçam o viés curto prazista na alocação de recursos.

---

calçado em índices de preços internos. Para uma visão particular da história de aperfeiçoamento dos mecanismos de indexação na economia brasileira, ver Simonsen ( 1995 ).

<sup>20</sup> A elevação não antecipada da inflação, em uma economia onde o crédito não seja indexado, exerce o papel de desvalorizar parte da dívida, favorecendo o devedor.

O cenário de crescente instabilidade promove um deslocamento progressivo dos parâmetros que afetam a estrutura de prazos dos ativos financeiros. A forte instabilidade gera a redução do horizonte temporal de maturação dos ativos financeiros demandados pelos aplicadores. Ela produz, simultaneamente, o encurtamento de prazos nas transações realizadas nos mercados de crédito<sup>21</sup>. O ajuste das carteiras privadas ao contexto de alta inflação induz o estreitamento da estrutura de prazos da riqueza financeira, que fica condensada em operações de giro diário, lastreada na dívida pública ( Lopes, 1997). Os aplicadores adquirem papéis com os atributos de crescente liquidez e rentabilidade como recompensa para o risco de desvalorização patrimonial.

O crescimento da instabilidade, na transição para um regime de alta inflação, destrói as premissas que garantem a aplicação de regras convencionais de caráter adaptativo referentes às decisões de investimento. Isto minou as bases de operação dos mecanismos usuais de aceleração e desaceleração cíclica<sup>22</sup>. A crescente volatilidade e incerteza sobre o futuro promovem a ruptura das convenções estabelecidas no interior das diversas estruturas de mercado. Ela pressiona a taxa de desconto utilizada pelas firmas para calcular o preço de demanda dos projetos, assim como desativa as rotinas decisórias, de cunho adaptativo, referentes à decisão de ampliação de capacidade produtiva. No contexto de crescimento estável dos mercados, as decisões de formação de preços das firmas líderes estão conectadas às decisões

---

<sup>21</sup> Stiglitz e Weiss ( 1981 ) descrevem o mecanismo que se materializa no racionamento quantitativo do crédito bancário. Este é produzido em condições de assimetria de informações entre devedores e credores. O crescimento da demanda por empréstimos não é atendido pelos bancos, ocorrendo o racionamento das quantidades de crédito ofertado em lugar da elevação dos spreads cobrados, quando o patamar da taxa de juros real esperada sinaliza que os tomadores de recursos ( aquele nível da taxa de juros real esperada ) possuem um elevadíssimo risco de inadimplência. A elevação na rentabilidade associada ao ajuste nos spreads cobrados, a partir de algum patamar das taxas de juros reais esperadas, é menor do que o ônus percebido na elevação do risco do credor. No caso de uma economia em alta inflação, a remuneração requerida para induzir aplicadores e intermediários financeiros a alargarem o período de maturação de seus ativos é muito elevada. Isto faz com que os bancos possuam estímulos para racionar, ou virtualmente eliminar, os créditos de maior prazo de maturação. A partir de certo ponto, a elevação dos spreads pagos não é capaz de induzir o banco a elevar sua carteira de créditos, e ele passa a racionar as quantidades de empréstimos concedidas naquele perfil de prazos.

<sup>22</sup> No ambiente de relativa estabilidade macroeconômica do início da década de setenta na economia brasileira, parte das decisões de investimentos da grande empresa privada foi tomada de acordo com o princípio do ajuste do estoque de capital, decorrentes da interação dos mecanismos acelerador/multiplicador. Ver, sobre a especificidade da dinâmica cíclica na economia brasileira nos anos setenta, Tavares ( 1978 ). Sobre os modelos de ciclo, ver Possas ( 1987a ). O ambiente de relativa estabilidade macroeconômica opera como pré condição para que se cristalizem regras decisórias convencionais de cunho adaptativo - projetivo, referentes aos planos de investimento em mercados oligopolizados ( Possas, 1993 ). A estabilidade do contexto é uma condição necessária ( a despeito de não suficiente ) para que os planos de investimento da grande empresa possam ser tomados de acordo com o princípio do ajuste do estoque de capital. Neste quadro, o processo de formação de preços das empresas líderes se inscreve no conjunto amplo de decisões referentes à distribuição desejada do funding dos programas de investimentos, entre a mobilização de recursos de terceiros vis à vis o autofinanciamento, como discutido no capítulo 1.

referentes a distribuição desejada do “funding” dos planos de investimento, conforme ilustrado no capítulo 1<sup>23</sup>.

Em um regime de alta inflação, a elevada volatilidade das variáveis macroeconômicas, o racionamento creditício externo e a retração de prazos dos ativos transacionados nos mercados financeiros alteraram os critérios de decisão referentes ao financiamento dos gastos planejados. As características financeiras, e não propriamente as referentes à viabilidade econômica dos projetos, passam a ter peso crescente nas decisões de inversão ( Frenkel e Fanelli, 1995 ), que deixam de envolver, também, qualquer automatismo induzido pelos mecanismos de aceleração cíclica. Nas palavras de Frenkel e Fanelli:

*“La selección passa a estar muy fuertemente correlacionada con las características financieras específicas de cada rama de producción y mucho menos con las características económicas. Luego de un periodo prolongado, en una economía com mercados de capital de largo prazo faltantes o demasiado estrechos, las firmas que sobreviven en el processo no necesariamente son aquellas con mayor capacidad para assignar eficientemente los recursos existentes o para innovar en produtos y processos productivos, sino aquellas que se encuentran en ramas de la producción que - por el tipo de organización industrial que las caracteriza - son menos afectadas por esa falla de mercado. Las firmas que tienden a sobrevivir mejor en este tipo de ambiente financeiro son las capital intensivas e cuyos ingresos son previsibles. Este tipo de empresa son las que pueden aumentar - relativamente - más su coeficiente de endeudamiento sin producir grandes saltos en sus índices de risco financeiro (Frenkel e Fanelli, 1995)”.*

O aumento da preferência pela flexibilidade influi não apenas no volume do investimento desejado, mas em sua qualidade, afetando a alocação e distribuição relativa de recursos entre os diversos segmentos industriais.

O crescimento do prêmio econômico associado à flexibilidade aparece como a elevação da taxa de desconto usada pelas firmas para avaliar o valor presente

<sup>23</sup> Filardo analisou os indicadores financeiros das empresas constantes no cadastro de contribuintes da Receita Federal entre os anos de 1972 e 1975 na economia brasileira. Ela concluiu que as hipóteses teóricas de Eichner ( 1976 ) e Wood ( 1980 ), que vinculam as decisões de preços das firmas à disponibilidade de autofinanciamento, são consistentes com os padrões de financiamento encontrados em sua análise empírica no período em tela. Neste trabalho foram avaliadas as relações entre a evolução das margens de lucro e a disponibilidade potencial de autofinanciamento; ver Filardo ( 1979 ).

dos rendimentos esperados nos projetos de investimento. Esta cresce de forma diferenciada de acordo com o período de maturação, com o nível de risco tecnológico, com o nível de correlação das receitas esperadas com as flutuações cíclicas, com a intensidade de capital - além de outras características definidoras do nível de comprometimento com recursos de terceiros requerido para realizar o "funding" do projeto. A forte incerteza favorece a seleção de atividades que possuem um curto período de maturação e elevado pay back, baixo risco tecnológico, baixa escala eficiente mínima e que geram fluxos de caixa estáveis e pouco correlacionados às flutuações cíclicas ( Frenkel e Fanelli, 1995 ).

Diante deste viés que favorece o curto prazo os investimentos realizados se concentram em reposição do estoque de capital. Estes são realizados, via de regra, mediante a elevação do coeficiente de autofinanciamento. O crescimento da prudência financeira impõe a diminuição do ritmo de crescimento potencial das firmas, forjando a relativa obsolescência do parque produtivo, que apresenta uma baixa taxa de renovação.

A elevação dos níveis de volatilidade e de instabilidade das variáveis macroeconômicas estimula a proliferação de posturas empresariais defensivas. Estas visam preservar os valores patrimoniais acumulados e amortecer a queda da rentabilidade inscrita na desaceleração do crescimento. A seleção de atividades e as estratégias de diversificação dos grupos econômicos, realizadas em ambientes de elevado grau de instabilidade e incerteza, procuram gerar uma distribuição de carteira capaz de diluir os riscos crescentes de desvalorização do estoque de riqueza acumulada. Esta existe em decorrência das elevadas flutuações dos preços reais dos ativos. As firmas são estimuladas a buscar negócios que possuam comportamentos cíclicos não correlacionados entre si, ainda que este padrão de diversificação deixe de aproveitar as sinergias potenciais existentes entre as várias atividades ( Miranda, 1995 ). Na vigência de elevada instabilidade macroeconômica, presente em economias sujeitas à severa restrição financeira-cambial, os agentes privados encontraram estímulos para reforçar a transferência de recursos ao exterior.

O crescimento do nível de incerteza sobre o valor futuro dos ativos e a relativa estagnação dos mercados domésticos, que alternam mini ciclos de expansão e retração, elevam o prêmio ligado ao grau de flexibilidade patrimonial. Isto deprime a formação de capital e reforça o caráter rentista da grande empresa privada.

A elevação do caráter rentista da grande empresa industrial aparece como elevação da razão estoque de ativos financeiros líquidos / ativos totais e rebate sobre seu fluxo de caixa como elevação da participação das receitas financeiras / receitas totais. Em uma economia estável, o embate distributivo entre fornecedores e

compradores ao longo das cadeias produtivas usualmente materializa-se em uma determinada estrutura de preços relativos ( à qual associa-se uma estrutura de rendimentos relativos, refletindo as relações de poder de mercado ).

Em um regime de alta inflação, a estrutura dos rendimentos reais relativos auferidos depende não apenas dos preços relativos de insumos e produtos. Os rendimentos operacionais estão parcialmente diluídos nos resultados financeiros dependentes das condições de contratação do crédito comercial e do nível de sofisticação dos mecanismos de indexação dos componentes não onerosos do passivo. Sob alta inflação, parte dos rendimentos regulares decorrentes das atividades da firma está embutida nas condições de prazos e custos do fornecimento de insumos e matérias primas utilizadas a jusante e a montante nas cadeias de produção. As relações regulares de fornecedores, pagamento de folha de salários e demais itens não onerosos do passivo envolvem a apropriação privada de parcela do "float inflacionário". Esta é tão maior quanto mais veloz for o giro dos estoques das firmas, quanto maior for a sua capacidade de postergar os pagamentos nominais, quanto maior for a taxa de inflação e de juros nominais de curto prazo dos ativos financeiros indexados e quanto mais imperfeito o sistema de indexação de seu passivo não oneroso. A aplicação das receitas operacionais embute ganhos financeiros expressivos, sobre alta inflação, para as firmas que financiam parcela do capital de giro a prazo junto aos fornecedores. Neste contexto, a estrutura de receitas das firmas depende fortemente do ritmo de circulação, do turn over, do capital de giro. Isto porque a receita do float é maximizada pela realização de caixa no menor tempo possível e pela postergação dos pagamentos nominais contratados pelo maior prazo possível. Sob alta inflação, as receitas financeiras são portadoras de rendimentos que em economias estáveis devem estar embutidos no sistema de preços relativos ( refletindo-se nas receitas operacionais geradas ).

Em um regime de alta inflação, a lógica que orienta as decisões de formação de preços das firmas sofre mutações significativas. O elevado patamar das taxas inflacionárias e da volatilidade dos preços relativos gera o encurtamento do horizonte temporal referente às decisões capitalistas. Neste quadro, as decisões de investimento são fortemente afetadas, e não se observa, na perspectiva das firmas, o ônus implícito relativo à perda de posições de mercado e market share decorrentes da estagnação do estoque de capital. Isto ocorre porque o crescimento abrupto dos níveis de instabilidade de câmbio, juros e da absorção doméstica, sob forte aceleração inflacionária, promove uma retração "coordenada" das decisões de investimento dentro das estruturas de mercado. A decisão de não investir em uma trajetória de crescimento, enquanto os concorrentes estão investindo, implica reduzir a magnitude

das barreiras à entrada. Isto impõe perda de posições de mercado construídas estrategicamente nas histórias de crescimento das firmas líderes. A retração e alteração do perfil desejado das decisões de investimento, no cenário de crescimento da instabilidade em um regime de alta inflação, impõem um deslocamento dos parâmetros que balizam as decisões de formação de preços das firmas líderes do setor industrial. As firmas cortam seus planos de investimento sabendo que suas posições de mercado não serão ameaçadas. Isto ocorre pelo fato de que dissemina-se a expectativa de que os concorrentes também reduzirão suas decisões de formação bruta de capital fixo.

### 2.2.2 - A flexibilização dos mark ups

Em um regime de alta inflação ocorre um processo de flexibilização dos mark ups da grande empresa industrial. Este movimento visa essencialmente gerar provisões financeiras compensatórias do risco crescente de desvalorização do capital líquido.

O crescimento do nível de volatilidade das variáveis macroeconômicas fundamentais eleva o prêmio de risco embutido nas taxas utilizadas pelas firmas para descontar as receitas esperadas nos diversos projetos de investimento disponíveis. Este movimento opera como um desestímulo às decisões de formação de capital. Sob a ótica das firmas oligopolistas já instaladas, a percepção do risco do ingresso de outros concorrentes é alterada quando a instabilidade macroeconômica opera como fator de desestímulo horizontal das decisões de investimento.

Vale dizer, quanto maior a volatilidade dos parâmetros macroeconômicos, maior a taxa de retorno esperada requerida para desencadear as decisões de investimento dos entrantes em potencial. Quanto maior a taxa de retorno esperada necessária para induzir uma firma a ingressar no setor em questão, maior o nível do mark up exatamente suficiente para inibir a entrada e maximizar os lucros esperadas a longo prazo em oligopólio. Vale dizer, o crescimento da instabilidade macroeconômica aparece para as decisões de formação de preços dos oligopólios industriais como uma elevação horizontal do nível das barreiras à entrada. Em um regime de alta inflação, este processo corresponde ao deslocamento das restrições que balizam as decisões referentes à calibragem dos mark ups desejados, definidoras dos preços-limite ( Labini, 1962 ). Estes se dilatam em resposta à drástica elevação da incerteza e dos níveis de volatilidade das variáveis macroeconômicas fundamentais. Os mark ups desejados maximizam o lucro esperado a longo prazo, em função do risco do ingresso de novos concorrentes, dada a magnitude percebida das barreiras à entrada nos diversos mercados. Quanto maior a instabilidade do contexto ( decorrente

da volatilidade dos preços macroeconômicos centrais para o cálculo capitalista - gerando uma elevação da taxa subjetiva de desconto usada para avaliar os projetos ), maior o nível dos mark ups que podem ser praticados sem desestabilizar a estrutura do oligopólio, maior a flexibilidade que as firmas líderes possuem para formarem seus preços<sup>24</sup>.

Sob alta inflação, a formação de preços se desconecta dos parâmetros usuais, que dependem das configurações das estruturas de mercado e das estratégias de longo prazo de crescimento das firmas. A formação de preços em contextos estáveis inscreve-se, como visto no capítulo 1, em um conjunto amplo de decisões referentes à demarcação do mix do financiamento desejado do investimento planejado, restringidas pelo risco de atração de novos concorrentes. As decisões de formação de preço em oligopólio usualmente estabelecem um elo entre o curto e o longo prazo, ligando a estratégia de investimento às decisões de financiamento da expansão das firmas, dadas as barreiras à entrada. Nos marcos de um regime de alta inflação, o horizonte de cálculo por detrás das decisões de determinação do nível dos mark ups desejados é limitado ao curto prazo. Este passa a ser governado pelas reações defensivas das firmas, visando esquivar-se dos riscos crescentes de desvalorização patrimonial e de default. Este eleva-se em decorrência do crescimento endógeno dos níveis de fragilidade financeira em contextos de crescente volatilidade das taxas de juros reais, da absorção doméstica e das condições do refinanciamento de posições alavancadas.

Em um regime de alta inflação, a elevação do risco de desvalorização do capital líquido das firmas industriais decorre dos níveis crescentes de imprevisibilidade do custo futuro de reposição dos estoques. O risco de queimar parte do patrimônio líquido no giro dos estoques gera comportamentos defensivos de elevação dos mark ups desejados ex ante ( Frenkel, 1979; Belluzzo e Tavares, 1986; Kandir, 1990 ). A generalização deste tipo de comportamento produz trajetórias caracterizadas pela aceleração endógena das taxas de inflação.

No ambiente que conjuga aceleração inflacionária à drástica restrição financeira-cambial externa, reduz-se o custo implícito da firma líder elevar o mark up praticado. Por outro lado, eleva-se o custo implícito de carregar as dívidas financeiras. A elevada volatilidade das taxas de juros reais e a alternância de mini ciclos de racionamento e expansão do crédito interno impõem um ajuste na percepção das firmas sobre a solidez de seus esquemas de financiamento - viesando o mix de financiamento desejado em direção a arranjos relativamente menos dependentes de

---

<sup>24</sup> Este processo pode ser representado como um deslocamento para a direita da curva que representa a percepção privada dos custos do autofinanciamento, CFI, descrita no capítulo 1.

recursos de terceiros e das condições de rolagem do crédito de curto prazo. Este quadro se traduz na elevação do custo implícito de carregar as dívidas velhas, e por conseguinte, na queda do nível de alavancagem desejada. Neste cenário, a pressão altista exercida sobre os mark ups desejados está ligada à necessidade de formação de uma provisão financeira requerida para acelerar o ritmo de amortização de parte indesejada dos estoques de passivos. O desendividamento é perseguido em função da aceleração inflacionária, que gera a elevação endógena do risco associado ao carregamento de dívidas financeiras.

A calibragem altista dos mark ups desejados expressa a reação das grandes empresas privadas ao ambiente de elevada incerteza. O risco de desvalorização do capital líquido, em um contexto de aceleração inflacionária não antecipada, viesia para cima os mark ups desejados ( Frenkel, 1979 ). O custo esperado de reposição de estoques, via importações ou junto aos fornecedores domésticos, depende das antecipações construídas pelas firmas sobre o preço das matérias-primas e insumos no futuro relevante. A taxa de juros esperada define a percepção privada sobre o custo implícito de sobrestimar o preço de seus insumos. Isto porque a precificação, no presente, faz-se baseada na expectativa sobre o preço futuro requerido para repor o nível desejado de estoques. O custo de errar para cima, sobrestimando o preço futuro esperado ( que equivale a assumir o risco de renda ), depende da capitalização financeira dos recursos imobilizados pela variação não desejada de estoques a curto prazo, decorrente da queda das vendas. O risco simétrico, de errar para baixo, de incorporar uma subestimativa do preço futuro relevante para viabilizar a reposição de estoques no cálculo de precificação verificado no presente, traduz-se em uma desvalorização patrimonial. A assimetria em relação ao ônus implícito percebido pelas firmas em assumir o risco de renda, em sacrificar parcela do fluxo de rendimentos extraível do uso do estoque de capital, vis à vis o risco de capital, de destruir parte do estoque de riqueza acumulada no giro dos estoques, impõe um viés altista na determinação dos mark ups desejados sob alta inflação ( Frenkel, 1979 ). Esta pressão altista dos mark ups desejados verifica-se mesmo que, em média, as expectativas sobre os preços no futuro correspondam aos valores efetivos.

O risco de desvalorização patrimonial também decorre do elevado nível de volatilidade das taxas de juros reais ex post. O nível da taxa de juros real esperada de curto prazo define o custo de oportunidade da retenção indesejada de estoques. Esta taxa impõe uma restrição sobre as decisões de formação de preço das firmas líderes. Se a firma espera que a taxa de juros real seja negativa ex post, ela possui estímulos para elevar os mark ups desejados - pois a valorização nominal dos

estoques retidos será superior à capitalização financeira das receitas obtidas pelas vendas ( Carvalho, 1990 ).

Este fato sugere que a taxa de juros nominal deve operar como uma referência para as decisões de formação de preço das firmas ( a taxa de juros real relevante compara a taxa de juros nominal e o preço formado pela firma ). Em alta inflação, a elevada volatilidade das taxas de juros reais promove a queda da sensibilidade dos mark ups a elevações esperadas nesta variável. As firmas se deparam com o problema da extração de sinal. Elas precisam avaliar se a variação observada na taxa de juros nominal associa-se a uma variação na taxa de juros real correspondente. Como esta variável se comporta de forma extremamente volátil sob alta inflação, as decisões de preço passam a ser relativamente insensíveis a pequenas variações nas taxa de juros esperadas ( a política monetária restritiva precisa impor variações descontínuas cada vez maiores nas taxas de juros para freiar o movimento altista dos mark ups e evitar a aceleração inflacionária )<sup>25</sup>.

Nos períodos de alta instabilidade marcados pela gestão de políticas monetárias fortemente restritivas, o prêmio de risco exigido pelos agentes líquidos para promoverem o refinanciamento dos devedores e evitar uma fuga de capitais eleva-se fortemente ( o principal devedor tende a ser o setor público, com obrigações concentrados no curtíssimo prazo ). Este processo ocorre seja porque nestes contextos verificava-se o agravamento da desconfiança dos aplicadores em geral sobre a sustentabilidade intertemporal da trajetória de financiamento do setor público, seja porque o crescimento autoreferenciado dos estoques de dívida pública mobiliária, sob impacto de taxas de juros reais voláteis e elevadas, refletia-se no crescimento do peso representado pelas quase moedas nos portfólios dos aplicadores, seja porque a formação da taxa de juros nominal operava, nas conjunturas de aceleração inflacionária mais fortes, como mecanismo de coordenação informal das expectativas de evolução futura das taxas de inflação. Neste ambiente, a elevação das taxas de juros nominais gera profecias autorealizáveis que se materializam no deslocamento dos patamares da inflação. Isto ocorre em decorrência da sinalização embutida para a formação das expectativas empresariais sobre a evolução futura dos preços relevantes

<sup>25</sup> Ver Frenkel ( 1979 ). Quando a taxa de juros real esperada a curto prazo sobe, isto é transmitido para a percepção das firmas sobre o custo de incorrer no risco de renda. Isto porque este é determinado, entre outros fatores, pela capitalização financeira esperada dos recursos imobilizados em função da variação não desejada de estoques, imposta pela queda das vendas a curto prazo. Nos contextos de forte aceleração inflacionária, entretanto, este movimento era contrabalançado pela mudança na percepção do risco de capital. Muitas vezes, a elevação das taxas de juros, em contextos de inflação elevada, além de fazer crescer autonomamente o componente financeiro do déficit público, era acompanhada de um processo de estabilidade ou mesmo crescimento dos mark ups desejados.

para a reposição de seus estoques. Diante de expectativas "forward looking" das taxas de inflação, as tentativas de elevação e sustentação do patamar das taxas de juros reais eram sistematicamente frustradas, ex post, pela aceleração inflacionária. Esta dinâmica gera a elevação da volatilidade e do nível de flutuações das taxas de juros reais.

Nos contextos em que se verificam trajetórias de crescimento explosivo do estoque de dívida pública mobiliária interna, por outro lado, as firmas ajustam seus mark ups desejados em função da necessidade de formação de uma reserva compensatória associada à expectativa de elevação futura dos preços dos bens públicos-fiscais ( Kandir, 1990 ).

A crescente incerteza sobre o valor futuro do câmbio real impõe um risco crescente de que as firmas amarguem uma dilapidação patrimonial, caso incorram em erros na definição das expectativas sobre os valores futuros do custos de reposição dos bens importados<sup>26</sup>. Por outro lado, a volatilidade potencial da taxa de câmbio real, sob alta inflação, eleva o risco de que movimentos não antecipados das paridades inflem o custo de carregar os passivos denominados em moeda estrangeira<sup>27</sup>.

O processo de flexibilização dos mark ups praticados ocorreu em um quadro macroeconômico específico caracterizado pela aguda restrição financeira-cambial e instabilidade crescente. A escassez de divisas gerou o fechamento forçado para as importações ( via depreciação cambial e proteção tarifária e não tarifária às importações ). Este fato amplia os graus de liberdade empresarial no manejo dos mark ups domésticos - minimizando o impacto negativo de uma elevação das margens sobre o fluxo de caixa esperado. A espiral inflacionária e o crescimento da instabilidade diminuíram a percepção das firmas sobre o risco de atração de novos concorrentes para os mercados locais. A política monetária passiva, no quadro institucional da moeda indexada, via de regra, sanciona as decisões de preços dos oligopólios industriais. A restrição sobre o nível de atividade imposta pelo estrangulamento de demanda nominal, associado ao controle de algum agregado monetário, não se verifica, pois no regime de moeda indexada a geração de meios de pagamento sanciona automaticamente as expectativas altistas dos agentes líquidos ( Madi, 1994; Barros, 1993 ).

Todos estes fatores podem ser representados pelo deslocamento para a direita da curva que expressa a percepção empresarial dos custos do

<sup>26</sup> Cabe observar que no contexto de uma economia fortemente protegida e com baixo coeficiente de penetração das importações este efeito deve ser relativamente menos importante do que o observado em uma economia aberta com elevado coeficiente de importação.

<sup>27</sup> No quadro específico da economia brasileira nos anos oitenta, a taxa de câmbio afetava o preço futuro esperado dos bens e serviços públicos ofertados por empresas estatais, que usualmente operam em setores não transáveis. Isto ocorria porque estas empresas carregavam amplos estoques de dívida denominados em moeda estrangeira. Ver, sobre este ponto, Tavares ( 1996 ).

autofinanciamento – CFI, descrita no capítulo 1. Estes movimentos verificam-se, em economias submetidas a programas de ajustamento externo, em paralelo ao deslocamento para a esquerda da curva que revela o custo dos fundos externos. Os custos dos fundos externos às firmas, em moeda doméstica, elevam-se em função das políticas monetárias restritivas, e do crescente risco inscrito na aceleração inflacionária. Os recursos voluntários denominados em moeda estrangeira desapareceram em decorrência da crise da dívida externa. Desta forma, nas economias altamente instáveis em processos de ajustamento do balanço de pagamentos, decorrentes da interrupção dos fluxos de financiamento externo voluntários, a grande empresa privada reage defensivamente mediante a elevação dos mark ups, queda do investimento e queda dos níveis de endividamento desejado (Almeida, 1994).

O quadro macroeconômico de instabilidade crescente traduz-se na elevação do poder de mercado dos oligopólios internos. Estes redefinem suas estratégias de expansão em função da necessidade de sobreviver, preservar a rentabilidade e os patrimônios acumulados em um ambiente de alta incerteza. Neste processo, a forte instabilidade macroeconômica altera a percepção empresarial sobre o ônus decorrente da calibragem altista dos mark ups desejados<sup>28</sup>.

O prolongado quadro de alta instabilidade, é este o ponto a reter, materializou-se em mutações na lógica das decisões de formação de preço e de composição de carteira das grandes empresas. Este viés defensivo reflete o crescimento dos seus níveis de preferência pela flexibilidade. A adaptação dos esquemas de financiamento das empresas industriais ao ambiente de forte incerteza envolveu a queda expressiva do esforço de inversão. Este foi viesado em direção a atividades possuidoras de receitas relativamente estáveis e inversamente correlacionadas com a

---

<sup>28</sup> A elevação do custo implícito de levantar fundos externos faz com que grandes empresas de capital estrangeiro, que a princípio não são submetidas ao racionamento de crédito externo em intensidade equivalente ao imposto às firmas nacionais, passem a encarar esta alternativa de financiamento como excessivamente arriscada ( a queda da absorção de fundos externos reflete a restrição decorrente do racionamento dos volumes de créditos concedidos às firmas, pelo lado da oferta, e a contração da demanda decorrente da elevação brutal do custo implícito do endividamento externo em ambientes altamente instáveis ). A queda das captações de recursos externos das firmas estrangeiras deve representar, antes que uma restrição intransponível pelo lado da oferta de fundos, uma diminuição da demanda líquida por recursos. As firmas estrangeiras, em contextos de alta inflação e estagnação do mercado doméstico, elevam as transferências e a relação entre unidade de remessa para o exterior / lucro gerado (Carta da Sobeet, 1997). Este movimento verifica-se em um quadro em que a restrição cambial e a instabilidade crescente culminam em um baixo ritmo tendencial de crescimento dos mercados. Esta conjunção de fatores reduz a necessidade de retenção de fundos internos, via reinvestimentos, a serem canalizados para financiar a expansão de capacidade produtiva. Por outro lado, sob racionamento do crédito externo e severa restrição de divisas, o nível dos mark ups desejados pelas empresas de capital estrangeiro deve ser ajustado. Isto ocorre em função do esforço das firmas amortecerem as flutuações da taxa de retorno, em moeda estrangeira, verificada sobre os investimentos realizados no país - em decorrência dos deslocamentos percebidos na taxa de câmbio real esperada de longo prazo.

estrutura de rendimentos constitutivos do core business das firmas, e de elevado “pay back” (Frenkel e Fanelli, 1995). O ambiente de alta inflação favorecia atividades de curta maturação que podiam ser financiadas fundamentalmente pela retenção de fundos internos - o que exigia baixa intensidade de capital e escala eficiente. Sob a ótica patrimonial, o crescimento dos coeficientes de risco financeiro transforma a busca do desendividamento em regra geral de movimento. Em alta inflação, o custo implícito de carregar dívidas financeiras explode, enquanto a taxa de retorno dos projetos de inversão são reduzidos pela forte incerteza. As grandes empresas industriais buscaram uma posição “hedge”, acumulando ativos financeiros de curto prazo para se protegerem das flutuações dos custos reais de carregar dívidas (Costa, 1995)<sup>29</sup>. A fuga dos riscos de preço e quantidade em alta inflação, e a deterioração das condições de contratação do crédito doméstico transformam a reestruturação patrimonial centrada na queda dos níveis de alavancagem na opção preferida de canalização dos fundos retidos pelas grandes empresas. Esta foi alcançada de forma relativamente mais aguda para aquelas atividades que lograram preservar mais intensamente a rentabilidade. O desendividamento desejado depende, é claro, do nível de diversificação das receitas esperadas. Algumas atividades possuidoras de receitas relativamente estáveis podem reduzir, em alta inflação, seu nível de endividamento desejado de forma relativamente mais suave, enquanto atividades fortemente pró cíclicas são induzidas a buscar uma ajuste mais drástico em seus esquemas de financiamento.

---

<sup>29</sup> Uma firma que possui mais ativos financeiros do que dívidas financeiras, ambos vinculados às taxas de juros de curto prazo, eleva as receitas financeiras líquidas quando a taxa de juros real sobe. O crescimento da preferência pela flexibilidade associa-se à busca de posições patrimoniais relativamente mais líquidas. Esta deve refletir-se na maior participação desejada dos ativos financeiros de curto prazo nas estruturas ativas e na diminuição das dívidas onerosas no cômputo dos passivos desejados pelas firmas. Esta estrutura de ativos e passivos permite que a firma se proteja contra variações não esperadas das taxas de juros e diversifique as fontes de receitas face à maior volatilidade da absorção doméstica. Evidentemente, a capacidade das firmas implementarem este ajuste varia significativamente de acordo com as relações de poder de mercado dentro das cadeias produtivas e com diversas especificidades setoriais. Os movimentos desejados, é evidente, nem sempre correspondem ao padrão de movimento verificado. A estratégia de fazer hedge adquirindo ativos indexados se diferencia da estratégia de saldar dívidas velhas pois ela não elimina o risco de default da carteira de ativos.

### 2.3 - Decisões de financiamento empresarial em contextos de alta inflação, abertura comercial e flexibilização do crédito externo: notas sobre o ajuste financeiro no quadro dos anos noventa na economia brasileira.

No início dos anos noventa, o ambiente concorrencial na indústria brasileira foi radicalmente transformado pelos processos de reinserção aos circuitos financeiros internacionais e abertura comercial.

A abertura comercial impõe novas restrições ao processo de formação de preços das firmas líderes. Em contextos que combinam alta inflação e abertura comercial, o cálculo de determinação dos mark ups desejados, inflados pelo risco de desvalorização do capital líquido, passa a ser realizado em quadros de maior contestabilidade das posições de mercado das firmas. A abertura da economia, em contextos de elevada instabilidade macroeconômica, eleva a percepção privada do custo implícito envolvido em assumir o risco de renda. A abertura, sob alta instabilidade, impõe um freio ao processo de revisão altista dos mark ups desejados, a despeito de não desativar os mecanismos que motivavam a elevação defensiva das margens<sup>30</sup>.

Qualquer pressão imposta sobre as taxas básicas de juros eleva o custo da retenção de estoques das firmas não financeiras que não podem captar recursos externos. No quadro de flexibilização do crédito externo, para as firmas que podem endividar-se nos mercados internacionais, ela induz uma mudança no mix de financiamento do capital de giro. A elevação das taxas de juros reais de curto prazo internas estimula as captações externas de curto prazo em substituição ao uso de recursos próprios e do endividamento interno.

Por outro lado, no contexto de uma economia aberta às importações, a elevação da taxa de juros básica incide como uma pressão restritiva sobre as decisões de determinação do nível dos mark ups desejados pelas firmas, através de outros canais. Isto porque o preço à vista das mercadorias importadas, adquiridas em grande parte em operações de compras financiadas a taxas internacionais, é afetado pela evolução dos diferenciais de juros internos e externos<sup>31</sup>. Sob a ótica das firmas domésticas, que operam em uma economia aberta às importações e não têm acesso ao mercado externo de créditos, a elevação das taxas de juros domésticas equivale a uma apreciação cambial - pressionando o nível dos mark ups desejados.

---

<sup>30</sup> Sobre a representação da abertura comercial, em contextos de alta inflação, como um deslocamento descontínuo da percepção privada dos custos envolvidos em assumir o risco de renda, ver Pereira e Carvalho (1998).

O impacto líquido da abertura sobre a posição da curva da eficiência marginal do investimento das firmas industriais é incerto. Todo o mais constante, este depende do confronto do efeito negativo, decorrente da compressão da margem operacional das empresas, relativamente à percepção das firmas sobre a necessidade de realizar investimentos em reestruturação para permanecer no mercado. O último fator está associado à idéia de que as posições de mercado construídas nas trajetórias de crescimento das firmas são percebidas como ativos intangíveis. Neste quadro, o fluxo de investimentos desencadeado pela presença de novos concorrentes pode associar-se ao esforço de preservação de parcela do estoque de riqueza depositada nas suas posições de mercado.

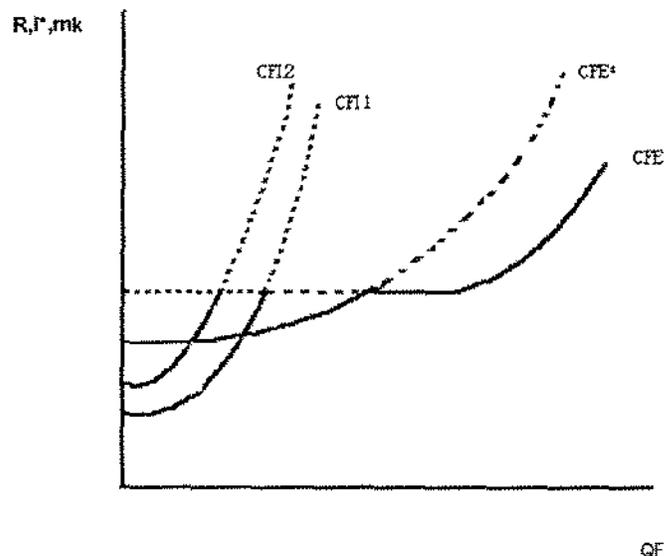
Qualquer que seja a resultante sobre a posição da curva da eficiência marginal do investimento, os impactos da abertura aparecem às firmas como um deslocamento autônomo para a esquerda da curva Cfi, que revela a percepção empresarial do custo implícito de gerar fundos internos, descrita no capítulo 1. Este deslocamento é imputado ao fato de que, em um contexto de economia aberta, a elevação do preço traduz-se em uma perda relativamente maior de market share do que ocorreria em uma economia fechada. Esta mutação decorre da elevação da intensidade esperada do efeito de desaceleração das vendas geradas pela elevação dos mark ups a curto prazo e do custo embutido no risco crescente de que este ajuste das margens detone o ingresso de novos concorrentes para o mercado. O referido processo é ilustrado no gráfico 4, que descreve os impactos que a abertura comercial e as alterações da taxa de câmbio real esperada de longo prazo exercem sobre os custos percebidos de mobilizar recursos internos através da elevação dos mark ups.

O custo implícito de alterar o ritmo de geração de fundos internos para prover o autofinanciamento dos projetos de investimento passa a estar referenciado à evolução dos preços em moeda doméstica dos produtos importados. O ônus de elevar o mark up passa a ser referenciado à distância vigente entre os preços da firma em relação aos preços em moeda doméstica dos produtos importados. Isto ocorre porque esta é a distância relevante para que as firmas domésticas avaliem o ônus decorrente da desaceleração esperada das vendas. Esta decorre de suas decisões de praticar um preço que se desvia do preço local dos importados, que dependem diretamente da taxa de câmbio nominal. Qualquer alteração nos preços internacionais, ou na taxa de câmbio nominal, aparece às firmas como um deslocamento da curva Cfi. O seu posicionamento passa a depender diretamente da evolução destas variáveis.

---

<sup>31</sup> Ver, sobre o impacto dos financiamentos externos no crescimento das importações brasileiras, Nonnenberg (1996).

Gráfico 4  
Impactos da Abertura Comercial e da Taxa de Câmbio Real sobre o  
Custo Percebido do Autofinanciamento em Oligopólio



No contexto de uma economia aberta, o gráfico 4 descreve o impacto que a mudança de patamar da taxa de câmbio real de longo prazo, percebido como sustentável intertemporalmente, exerce sobre a percepção privada dos custos implícitos de mobilizar recursos através da elevação dos mark ups desejados<sup>32</sup>. Em uma economia aberta às importações, a apreciação da taxa de câmbio real de longo prazo espelha-se, sob a ótica do financiamento das firmas líderes, no deslocamento para a esquerda da curva que revela a percepção privada dos custos implícitos de influir no ritmo de geração dos fundos internos, CFI. Ceteris paribus, o mix de financiamento das atividades das firmas deve ser ajustado. A retração dos mark ups e o uso mais intensivo de fundos externos à firma em seus esquemas de financiamento

<sup>32</sup> A referida relação diz respeito à avaliação das firmas sobre a evolução do patamar da taxa de câmbio real de longo prazo. Pode haver flutuações de curto prazo ao redor desta tendência esperada que, entretanto, não sejam transmitidas à percepção privada sobre a taxa esperada a longo prazo, e portanto, sobre o custo implícito do autofinanciamento. A experiência chilena de introduzir um maior nível de volatilidade na taxa de câmbio de curto prazo foi realizada, nos marcos de sua política cambial, visando desincentivar o ingresso de capitais que buscam os ganhos imediatos de arbitragem. Ela não gera, necessariamente, um impacto negativo sobre o estado de confiança depositado nas antecipações sobre a evolução futura da taxa de câmbio real a longo prazo. Ver Ffrench Davis, Agostin e Uthoff, (1995). Analogamente, a percepção sobre o caráter transitório ou permanente das flutuações cambiais condiciona as respostas da indústria aos estímulos decorrentes da pressão concorrencial gerada pelo ajuste das paridades em um contexto de economia aberta. Estas afetam as estratégias de expansão, investimento e a administração dos mark ups desejados pelas firmas.

aparecem como consequência da apreciação da moeda doméstica em uma economia aberta. Neste novo quadro, as firmas utilizam relativamente mais recursos oriundos de fontes externas, elevando o nível de alavancagem desejada.

A reintegração da economia aos fluxos de empréstimo voluntários nos mercados financeiros internacionais opera, por outro lado, como um deslocamento autônomo das taxas de juros reais, disponíveis para consolidar os planos de inversão das grandes empresas. Ela promove, adicionalmente, um deslizamento da yield curve relevante para seus cálculos de composição dos passivos. Este processo corresponde ao ressurgimento do trecho da curva CFEs, que expressa a percepção privada dos custos de captar fundos externos de longo prazo, que haviam desaparecido no contexto de racionamento de crédito denominado em moeda estrangeira. A reinserção aos circuitos financeiros internacionais pode ser representada como um deslocamento autônomo para a direita da curva que expressa o custo dos fundos de terceiros, no trecho relacionado aos recursos denominados em moeda estrangeira. Neste quadro deve haver um movimento de mudança no perfil das moedas de denominação dos fundos de terceiros demandados a curto prazo. Este ajuste ( dado o diferencial de juros interno e externo ), envolve a substituição de parte do crédito usado para financiar o capital fixo e circulante junto às fontes internas por crédito de curto prazo e longo prazo contraído junto aos mercados financeiros internacionais<sup>33</sup>.

#### 2.4 - Estabilização e custo dos fundos externos às firmas

Os custos percebidos de financiar os gastos planejados com recursos de terceiros caem significativamente com a estabilização. Isto porque cai o risco das firmas subestimarem a taxa de juros real ex ante - desinflando o componente de custo implícito referente ao risco associado à possibilidade de descasamento dos indexadores das receitas e despesas financeiras em moeda doméstica. Este processo gera um estímulo para a expansão marginal do financiamento externo às firmas<sup>34</sup>.

<sup>33</sup> A percepção empresarial do custo implícito do endividamento externo deve cair significativamente quando a política cambial, em contextos de alta inflação, passa a ser pautada por uma regra que visa estabilizar a taxa de câmbio real ex post. Na economia brasileira na década de noventa, esta queda do risco de contrair dívidas em moeda estrangeira foi produzida pela inflexão operada na política cambial na gestão Marcílio Marques Moreira, a partir de setembro / outubro de 1991. Ver, sobre este ponto, Margarido (1997).

<sup>34</sup> O presente argumento é válido ainda que a gestão contracionista da política monetária jogue as taxas de juros reais ex post para cima. O que interessa reter é que para uma mesma expectativa de evolução da taxa de juros real - obtida em um patamar mais baixo da taxa de inflação - associa-se um custo implícito menor. Esta queda do custo implícito decorre do crescimento do estado de confiança depositado na avaliação ex ante realizada sobre a taxa de juros real no futuro. A queda do risco de errar a taxa real esperada gera um incentivo para a firma demandar crédito. Isto ocorre ainda que esta demanda seja inibida pelo fato de que as taxas de juros nominais são pressionadas para neutralizar o

Neste sentido, a transição de um regime de alta inflação para um quadro de estabilidade, sendo percebida como sustentável intertemporalmente, desloca positivamente o nível de endividamento desejado das empresas industriais. Ou seja, na presença de um ambiente marcado pela vigência de patamares mais baixos das taxas de inflação, uma mesma expectativa de evolução das taxas de juros reais ex ante, associa-se, ceteris paribus, a um nível maior de demanda por crédito, assim como um nível mais elevado de alavancagem financeira desejada pelas firmas.

A estabilização, ao eliminar o impacto altista exercido pelo risco de capital sobre as decisões de curto prazo das firmas e ao reduzir drasticamente a volatilidade das taxas de juros reais, reforça o elo existente entre as taxas básicas de juros de curto prazo às decisões de determinação do nível dos mark ups desejados pelas firmas a curto prazo. A sensibilidade juros real dos mark ups cresce ( uma mesma variação na taxa de juros real esperada exerce, em alta inflação, um impacto restritivo sobre os mark ups relativamente menos intenso do que o verificado em um contexto de menor volatilidade e maior previsibilidade das variáveis nominais no futuro ).

A consolidação da estabilização supõe a reconstrução dos canais de ligação da moeda à demanda nominal, o alongamento do perfil de prazos dos ativos financeiros encaixados nos portfólios das firmas e aplicadores em geral e, por fim, a formação de novos arranjos institucionais balizando as relações entre mercados financeiros e autoridade monetária ( Belluzzo, 1997; Lopes, 1998 )<sup>35</sup>. A menor volatilidade das variáveis chave para o cálculo microeconômico deve ser associada à maior disposição das firmas industriais demandarem ativos e passivos de maior período de maturação e da firma bancária assumir posições relativamente mais descasadas. Esta disposição deve espelhar os menores níveis de preferência pela flexibilidade na composição de suas carteiras.

A evolução da estrutura de prazos dos ativos financeiros após a estabilização nos países latino-americanos demonstra que não existe automatismo

---

efeito acima descrito. A distinção equívale a uma mudança de posição da curva que liga a taxa de juros real esperada à demanda por crédito, ao invés de uma mudança ao longo da referida curva.

<sup>35</sup> Segundo Belluzzo ( 1997 ) o período que segue o Plano Real não corresponde a uma mudança significativa das regras que dizem respeito ao giro e à liquidez dos papéis públicos - em contraste ao mecanismo de alongamento compulsório da dívida pública verificada na Argentina, por exemplo, através da conversão forçada de grande massa dos ativos líquidos em títulos de longo prazo, BONEX. As autoridades brasileiras optaram por buscar uma solução "de mercado" para a reconstrução de uma estrutura de prazos diversificada da dívida pública. O movimento de alongamento do perfil de maturação dos ativos financeiros se confunde com a consolidação da própria estabilização. Na retórica oficial, deve ocorrer um movimento voluntário de extroversão e alongamento de prazos dos Títulos do Tesouro Nacional. Este processo deve amadurecer de acordo com a percepção privada da evolução dos fundamentos fiscais da estabilidade e se traduzir em uma redução dos níveis de preferência pela flexibilidade.

entre a queda das taxas inflacionárias e a queda dos níveis de preferência pela flexibilidade das firmas, instituições financeiras e aplicadores em geral. Esta deve expressar-se no diferencial de rentabilidade requerido para que estes demandem ativos de maior período de maturação, e que os investidores demandem fundos de mais longo prazo, junto a fontes domésticas ou externas (Fanelli e Machinea, 1995)<sup>36</sup>.

Sob a ótica das decisões de financiamento das empresas industriais, isto significa que a queda das taxas de inflação deve gerar, em um primeiro momento, um crescimento da sua disposição de elevar o nível de alavancagem, através das operações de crédito de curto prazo (concentradas no horizonte temporal em que elas confiam de forma relativamente mais intensa na manutenção do maior nível de estabilidade nas variáveis nominais). À medida em que cresce o estado de confiança depositado na manutenção da estabilidade em horizontes temporais mais largos, a queda do risco percebido de variações não antecipadas das variáveis relevantes transmite-se para a avaliação das firmas sobre o custo implícito das operações de endividamento de mais longo prazo. Este movimento materializa-se no crescimento progressivo do perfil de prazos dos créditos demandados.

A combinação destes fenômenos, a abertura comercial, a estabilização e a reinserção da economia às novas correntes financeiras internacionais impõem uma retração autônoma da “curva” que representa a percepção empresarial do custo implícito de gerar os recursos adicionais, requeridos para prover o autofinanciamento dos planos de inversão, através da pressão altista exercida sobre os mark ups. Ela promove, “simultaneamente”, um deslocamento para fora da “curva” que expressa a percepção do custo de obter recursos de terceiros através de empréstimos em moeda - seja porque a estabilização diminui a volatilidade das expectativas sobre a taxa de

<sup>36</sup> A evolução do perfil de prazos dos títulos do Tesouro Nacional, que se alongam muito lentamente após a queda das taxas inflacionárias no Brasil após o Plano Real, e a composição do mix de papéis que são levados a leilão em contextos em que os níveis de preferência pela flexibilidade são elevados, é balizada pelo intuito de minimizar a relação custos/prazos de rolagem da dívida mobiliária federal. Neste contexto, dada a vigência de níveis significativos de incertezas sobre os cenários futuros, a dilatação da estrutura de prazos dos papéis levados a leilão obedece a uma lógica que visa combinar a redução dos custos de rolagem da dívida do Tesouro e a ampliação do seu período médio de maturação. À medida em que crescem as incertezas sobre a sustentabilidade da absorção dos déficits em transações correntes, dada a regra vigente de política cambial, o alongamento do perfil de prazos dos papéis do Tesouro realiza-se através da emissão de obrigações financeiras indexadas à taxa de câmbio - as NTN'd's. Estes títulos operam como matéria-prima das operações de hedge para parcela dos agentes que assumiram passivos em moeda estrangeira. A dolarização de parcela do passivo público, neste contexto de reinserção aos fluxos internacionais de capitais, visa dar credibilidade à sinalização das autoridades sobre a manutenção das regras da política cambial, reforçando o compromisso com um dos pilares da política de incentivo à captação de recursos externos. A necessidade de emitir papéis indexados à taxa de câmbio para promover o alongamento dos prazos dos títulos de emissão do Tesouro demonstra que os níveis de preferência pela flexibilidade na composição das carteiras privadas não se ajustam automaticamente à queda das taxas inflacionárias e não necessariamente voltam para os patamares anteriores aos vigentes no contexto de um regime de alta inflação.

juros real ex ante nas operações de crédito em moeda doméstica, seja porque a reinserção da economia aos fluxos de capital e a gestão da política cambial em contexto de estabilização impõem uma alteração nos custos percebidos de carregar e captar recursos externos.

As grandes empresas ajustam-se às novas condições de custo, risco, prazo e às alternativas financeiras abertas pela combinação de queda da proteção, retomada do financiamento externo e estabilização. Neste quadro, ocorre uma alteração na composição desejada do "funding" dos novos planos de inversão das grandes empresas, entre autofinanciamento e captação de recursos de terceiros. Esta se expressa no aumento da alavancagem financeira desejada. Muda o mix desejado entre autofinanciamento/recursos de terceiros na composição do "funding" dos novos planos de investimento, como muda a distribuição requerida entre os fluxos de dívidas denominada em moeda doméstica vis à vis denominadas em moeda estrangeira

A intensidade do ajuste desejado no mix entre autofinanciamento e financiamento externo é tão mais aguda quão mais comercializável for a atividade e quanto maior a queda da proteção dispensada ao setor. A mudança no perfil do "funding" desejado decorre dos impactos da abertura comercial, da reinserção da economia aos circuitos financeiros internacionais e, posteriormente, da estabilização. Este ajuste faz com que uma dada variação na taxa de investimento esteja associada a uma variação relativamente maior no fluxo de recursos externos ingressados via empréstimos em moeda. Portanto, conclui-se que parcela do crescimento dos fluxos de endividamento externo, nestes contextos, decorre do ajuste na composição do "funding" dos projetos de investimento às novas condições de custo, risco e prazo dos fundos disponíveis junto às fontes internas e externas às firmas (ainda que a taxa de inversão não cresça, ceteris paribus, a demanda por recursos externos deve crescer).

O presente capítulo procurou agregar alguns elementos conceituais à discussão sobre as decisões de formação de preços e financiamento empresarial em contexto de alta inflação. Ele buscou combinar estes elementos específicos a uma discussão breve sobre as decisões empresariais em ambientes de queda da proteção e alta instabilidade.

Como visto, em um regime de alta inflação o horizonte de cálculo empresarial é reduzido fortemente, introduzindo um elevado componente defensivo para as decisões de financiamento. As decisões empresariais são caracterizadas por um viés pelo desendividamento, pela ótica dos passivos, e curto prazista, pela ótica dos ativos. A busca do desendividamento associa-se ao crescimento do custo implícito dos

fundos externos às firmas, e do carregamento dos estoques de passivos, em ambientes de grande volatilidade das variáveis relevantes para o cálculo do fluxo de caixa. Este processo é combinado a uma tendência de reajuste altista dos mark ups desejados. Estes são inflados visando esquivar-se dos risco de desvalorização patrimonial inscrito no giro dos estoques em alta inflação, por um lado, e visando gerar provisões financeiras para acelerar a digestão de estoques de dívidas indesejadas, por outro lado. A adaptação dos esquemas de financiamento das grandes empresas às novas condições de custo, prazo e risco dos fundos, que emergem em alta inflação, cria uma pressão altista sobre os mark ups. Esta foi conjugada à redução dos prazos dos ativos demandados e à busca do ajuste no mix de recursos próprios e de terceiros nos esquemas de financiamento das grandes empresas.

A moldura conceitual construída ao longo dos dois primeiros capítulos fornece as referências teóricas que informam o esforço de interpretação da trajetória descrita pelas grandes empresas industriais na economia brasileira entre 1985 – 1996. Neste período, grosso modo, as decisões de preço e de definição do mix de financiamento foram tomadas em ambientes de alta instabilidade, economia protegida e racionamento do crédito externo ( 1985 – 1990 ), alta instabilidade, flexibilização do crédito externo e economia aberta ( 1990 – 1994 ); e em contextos de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização ( 1994 – 1998 ). A avaliação do processo de ajustamento patrimonial das grandes empresas à mudança de cenários requer uma investigação sobre as tendências fundamentais descritas pelos mark ups industriais e por seus esquemas de financiamento. Esta avaliação sobre o movimento de ajustamento financeiro descrito pela grande empresa industrial será esboçada, em suas grandes linhas, no próximo capítulo.

## CAPÍTULO 3

### Formação de preços e financiamento empresarial na economia brasileira: mudanças estruturais e rebatimentos sobre os esquemas de financiamento das grandes empresas industriais entre 1985 - 1996

#### 3.1 - Introdução

As mudanças do ambiente econômico vivenciadas ao longo da década de noventa na economia brasileira, associadas à reinserção aos fluxos privados voluntários de capital, à abertura comercial e ao processo de estabilização, alteraram significativamente os parâmetros que balizam as decisões empresariais de composição desejada do "funding" dos planos de inversão. Estas mutações afetam diretamente o cálculo empresarial que precede as decisões de expansão e modernização do estoque de capacidade produtiva. A curva que revelava a percepção empresarial do custo implícito de mobilização de recursos pelas fontes internas, através da calibragem altista dos mark ups desejados, foi deslocada. Este movimento ocorreu em função da pressão restritiva exercida pela abertura, com apreciação do câmbio real, sobre os preços internos praticados no segmento de bens comercializáveis.

No quadro dos anos noventa, o ônus implícito associado à elevação dos mark ups desejados, percebidos pelas empresas líderes como forma de acelerar o ritmo de formação de fundos internos para prover o autofinanciamento dos gastos planejados, cresceu autonomamente. Isto ocorreu em função da política de abertura comercial e da apreciação real da taxa de câmbio. No marco institucional deflagrado pela abertura comercial, uma mesma variação nos mark ups praticados passa a estar associada a uma perda relativamente maior de market share. Esta cresce como consequência da maior intensidade do efeito substituição no consumo entre produção doméstica e importada, todo o mais constante, como visto no capítulo 1. Os custos do autofinanciamento cresceram relativamente ao custo de mobilização de recursos junto às fontes externas às firmas, em um segundo momento, pelo fato de que a estabilização com apreciação cambial gera uma espécie de retração horizontal do nível das "barreiras à entrada" vigentes em todos os setores da economia, decorrentes da diminuição da instabilidade macroeconômica e da maior pressão competitiva externa. Este processo corresponde à elevação dos parâmetros que representam a percepção do risco do ingresso de novos concorrentes no mercado, operando como um deslocamento dos mark ups de longo prazo consistentes com a manutenção das configurações prevaletentes nas estruturas de mercados oligopólicas.

As próximas seções estão articuladas pela preocupação de mapear as forças fundamentais que impuseram a adaptação dos esquemas de financiamento praticados pelas firmas industriais no período em tela. As mudanças na regra de precificação, em contextos altamente cambiantes, é invocada para discutir a trajetória dos mark ups do setor industrial no período 1985 - 1996. Esta análise sobre o comportamento das margens é desdobrada na identificação das tendências fundamentais do ajustamento financeiro patrimonial perseguido pelas grandes empresas na década de oitenta ( reajuste altista dos mark ups e desendividamento ) relativamente às tendências esboçadas na década de noventa ( compressão das margens e crescimento da alavancagem ).

### 3.2 - A trajetória dos mark ups industriais na economia brasileira no período 1985 - 1996: rebatimentos sobre a disponibilidade de autofinanciamento em contextos de alta inflação, abertura comercial e estabilização<sup>37</sup>.

A trajetória dos mark ups praticados pelas firmas industriais em regime de alta inflação com economia fechada ( nos anos 80 ), em alta instabilidade e queda da proteção ( 90 - 94 ), e, posteriormente, em economia aberta com baixa inflação ( 94-98 ), reflete, em linhas gerais, o impacto das mudanças do ambiente concorrencial sobre a regra de formação de preços praticada pelas grandes empresas.

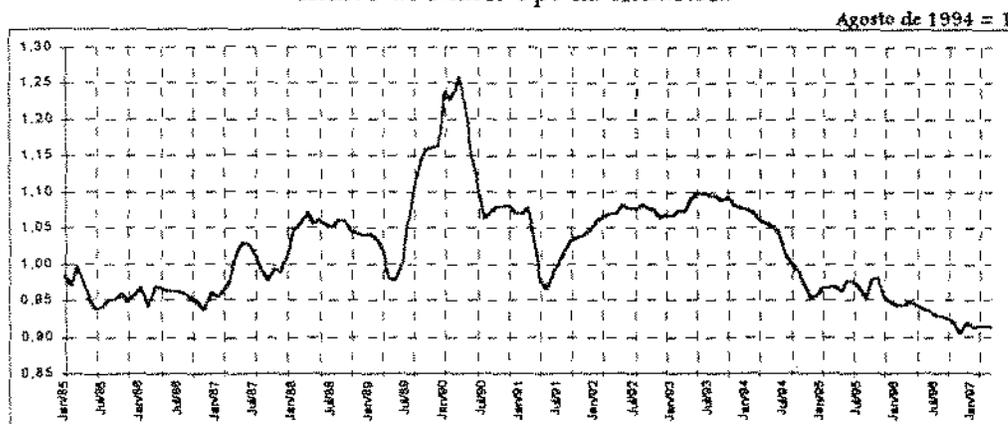
O gráfico 5 descreve a evolução do índice de mark up médio para o conjunto da indústria brasileira, no período de 1985 - 1996. Observa-se a tendência altista dos índices de mark ups médios no quadro de alta inflação com economia fechada ( intercalando quedas localizadas no contexto de implementação dos planos Cruzado, Bresser e Verão ), entre 85 e janeiro de 1990.

A abertura comercial e a experiência do Plano Collor, no início da década, impõem novas restrições ao processo de formação de preços das firmas líderes. Neste contexto, os índices de mark ups descrevem uma trajetória de queda, em um primeiro momento, e voltam a crescer após o fracasso da tentativa de estabilização. A dinâmica descrita pelas margens foi definida pela combinação do estímulo altista, decorrente da incerteza e instabilidade crescentes, aos estímulos baixistas associados à abertura comercial.

<sup>37</sup> A presente seção está fortemente baseada em discussão sobre a trajetória descrita pelos mark ups das firmas industriais realizada em pesquisa sobre a abertura comercial, seus impactos sobre os mark ups setoriais domésticos e a rentabilidade relativa das exportações, no âmbito da DIPPP-IPEA. Ver Pereira e Carvalho ( 1998 ).

Já a combinação da apreciação cambial, abertura comercial e a estabilização, que elimina a operação dos mecanismos de elevação defensiva decorrentes do risco de desvalorização patrimonial sob alta inflação, materializou-se em uma trajetória de queda dos índices de mark ups médios de praticamente todos os segmentos industriais expostos à concorrência externa, a partir de agosto de 1994.

Gráfico 5  
Brasil 1985 - 1996  
Índice de Mark Ups da Indústria



Fonte: Thiago Pereira e Alexandre Carvalho; "Abertura Comercial, Mark ups setoriais domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações"; TD 571, IPEA, junho de 1998. Elaborado com base no IPA de produtos industriais, e índices de custos da Funcex. Índice de mark up = IPA indústria og / índice de custo da indústria.

A tabela 1 decompõe setorialmente as estimativas de mark ups anuais médios ao longo do período 1985-1996<sup>38</sup>.

<sup>38</sup> Os valores apresentados são uma proxy para os mark ups médios. Em anexo segue a tabela 19 com estimativas dos valores absolutos, estimados pela razão entre o valor da produção setorial e dos custos variáveis totais setoriais. As estimativas não indicam, evidentemente, como evolui a dispersão entre as firmas líderes e marginais dentro dos setores. Os valores dos mark ups não devem ser utilizados para comparações diretas sobre a taxa absoluta de retorno, em termos médios, dos diferentes setores. A depender da estrutura técnica da indústria, do peso da depreciação do estoque de capital nos custos fixos e do nível de utilização de capacidade, um mesmo valor absoluto do mark up pode associar-se a diferentes níveis de taxa de lucro. As variações descritas pelos valores dos mark ups afetam a rentabilidade "operacional" da indústria. Ver anexo metodológico para maiores considerações sobre a forma de construção das séries de mark ups.

**Tabela 1**  
**Brasil 1985 - 1997**  
**Índices de Mark Ups Setoriais Médios Domésticos**

Setor / Mark-up	Agosto de 1994 = 100											
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Extrativa mineral	210,2	183,8	138,5	126,1	103,5	109,8	108,5	110,8	119,0	107,2	89,5	83,4
Minerais não metálicos	64,1	66,5	84,0	90,4	98,1	99,8	95,1	103,3	99,5	96,7	94,4	89,2
Siderurgia	97,5	94,8	95,8	98,9	99,9	96,8	92,2	99,1	100,2	99,7	100,5	97,9
Metalurgia não ferrosos	113,7	113,8	109,8	112,3	121,9	120,3	113,6	105,0	97,7	98,6	105,5	99,5
Outros produtos metalúrgicos	118,7	112,2	111,3	111,3	109,9	108,5	103,7	105,6	103,0	99,9	96,5	90,8
Máquinas e tratores	58,0	54,2	61,4	84,5	88,6	116,6	97,2	106,3	108,5	100,9	88,5	83,3
Material elétrico	149,7	152,0	142,3	162,3	151,0	172,6	137,0	125,2	114,5	101,0	92,8	88,3
Equipamentos eletrônicos	222,8	222,9	201,9	270,1	236,1	220,8	145,4	117,8	113,9	101,1	91,0	81,3
Veículos automotores	98,3	98,2	114,1	113,2	106,9	113,0	106,7	113,5	120,6	102,7	88,5	91,4
Peças e outros veículos	65,0	63,0	70,6	90,2	86,2	108,2	98,1	97,4	100,2	99,4	95,3	93,2
Madeira e mobiliário	64,3	70,1	73,2	60,7	96,1	99,0	86,4	83,9	94,3	96,9	97,4	89,7
Celulose, papel e gráfica	114,2	107,8	109,1	120,1	123,6	118,3	111,3	113,3	112,7	102,0	109,5	96,8
Borracha	96,3	86,6	91,3	94,2	77,5	78,3	74,3	89,3	97,0	98,3	96,1	94,6
Refino de petróleo	102,4	99,3	110,3	108,7	85,5	106,0	94,5	100,6	113,1	108,0	95,1	95,9
Farmacêutica e perfumaria	-	-	56,9	71,3	79,7	109,8	86,9	102,9	104,9	103,0	94,1	94,9
Plástica	116,4	102,7	103,4	104,7	102,4	107,3	108,1	116,1	113,3	102,2	95,1	88,8
Têxtil	117,5	113,7	115,6	120,8	118,1	114,3	103,6	98,1	101,8	99,8	100,0	95,4
Artigos de vestuário	152,9	149,5	129,0	123,4	132,6	135,8	123,7	90,2	91,1	97,6	98,4	95,8
Calçados	191,7	189,0	164,4	153,0	159,3	128,5	104,7	85,9	95,9	96,2	98,0	91,1
Calé	148,1	133,9	101,4	88,8	97,8	101,5	81,1	90,3	100,4	102,1	104,0	98,6
Abate animais	99,6	103,5	107,5	99,9	101,4	101,7	106,6	98,6	99,9	99,8	97,2	95,1
Laticínios	73,8	68,8	76,0	78,2	78,1	82,5	82,2	92,8	97,5	97,6	101,9	107,6
Açúcar	155,7	129,9	139,8	130,3	111,2	113,9	105,4	119,1	113,2	106,6	90,1	92,2
Óleos vegetais	153,5	130,1	129,2	154,8	141,0	137,6	131,0	157,2	153,9	114,4	112,8	107,9
Outros produtos alimentares	78,4	159,5	113,3	107,4	94,7	106,6	142,7	108,8	86,9	96,3	92,8	93,3
<b>Total Indústria</b>	<b>96,1</b>	<b>95,8</b>	<b>99,6</b>	<b>105,4</b>	<b>106,9</b>	<b>113,8</b>	<b>102,5</b>	<b>107,2</b>	<b>108,6</b>	<b>102,1</b>	<b>96,7</b>	<b>93,2</b>

Fonte: Thiago Pereira e Alexandre Carvalho; "Abertura Comercial, Mark ups setoriais domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações"; ID IPEA N° 571, 1998. Elaboração com base na matriz de insumo produto, ipa aberto por categoria de produto e índices de custos setoriais da Funcex. Índice de mark up = ipa setorial / índice de custo setorial.

Após a estabilização, diferentemente do verificado no período 90/94, quase todos os setores apresentam um movimento de retração dos mark ups, ainda que com intensidade diferenciada. No início da década, quando os índices para o conjunto da indústria revelam flutuações ao redor de uma tendência de relativa estabilidade ( caem ao longo do Plano Collor e recuperam o ímpeto altista até o início do Plano Real ) verificava-se uma dispersão maior dos comportamentos setoriais. Vale dizer, nas conjunturas em que se combinam os efeitos da abertura comercial com a alta instabilidade do ambiente econômico, a despeito dos indicadores para o conjunto da indústria revelarem uma tendência de elevação, observa-se uma diferenciação setorial relativamente maior em relação ao comportamento dos mark ups praticados ( o sentido da variação das margens não é o mesmo para todos os setores ). A diferenciação decorre de um conjunto de especificidades setoriais, referentes à evolução do regime de proteção específico para os diversos segmentos industriais e de quão comercializável são os referidos setores. Estes fatores definem o resultado do embate da pressão restritiva, exercida sobre as margens pela penetração das importações, vis à vis as forças altistas, referentes ao risco de desvalorização do capital líquido das firmas.

Voltando ao exame do comportamento agregado, o gráfico 5 demonstra como o processo de abertura comercial incidiu sobre a capacidade de fixação de mark

ups das empresas industriais ao longo da década de noventa. O movimento de pressão sobre as margens, em decorrência da maior intensidade da concorrência externa, esteve casado a uma tendência de elevação persistente do coeficiente de importações na economia brasileira ao longo do período em foco. Neste quadro, após a estabilização dos preços, a evolução dos mark ups médios estimados apresenta uma inequívoca tendência de queda. No âmbito da presente discussão, cabe enfatizar o contraste com o início dos anos oitenta, onde combinava-se um quadro de restrição ao crédito externo e interno para as firmas industriais e a introversão forçada da economia, expressa na elevação dos níveis de proteção efetiva. Naquele contexto, a contrapartida do esforço abrupto de geração de expressivos saldos comerciais foi o desajuste fiscal e financeiro do setor público e correspondeu ao ajuste patrimonial da grande empresa privada ( Cruz, 1993 ). Esta, grosso modo, respondeu ao contexto de crescente instabilidade através da elevação de seus mark ups, do corte de planos de investimento, da redução do nível de estoques retidos e da redução do endividamento desejado (Almeida, 1994; Gonçalves e Laplane, 1994). O ajuste financeiro da grande empresa privada permitiu que esta sustentasse, grosso modo, a rentabilidade sobre seu patrimônio<sup>39</sup>.

Nos anos oitenta, a expressão agregada deste processo sobre a indústria, gestado sobre pressão da forte restrição cambial, apareceu como uma retração do coeficiente de importações e uma elevação do coeficiente exportado<sup>40</sup>. A contrapartida patrimonial destes movimentos incide sobre as firmas como um deslocamento dos parâmetros relevantes para definir a distribuição desejada das suas estruturas ativas e passivas.

O processo de abertura comercial não apenas elevou a percepção do custo implícito associado a uma determinada variação desejada nos mark ups, como introduziu uma ligação direta entre a evolução da taxa de câmbio nominal e o custo esperado do autofinanciamento, que inexistia na economia fechada. Vale dizer, face à concorrência dos importados, as decisões de formação de preços, relevantes para definir o papel dos fundos internos no mix de financiamento desejado pelas firmas, ficam balizadas pela evolução dos preços internacionais, convertidos pela taxa de câmbio nominal.

A tabela 2 apresenta os resultados de um exercício de correlação entre os índices de mark ups setoriais e a taxa de câmbio real, que visa ilustrar a

---

<sup>39</sup> Sobre o perfil do ajuste financeiro da grande empresa privada, incluindo estimativas de mark ups, na primeira metade da década de oitenta ver Almeida ( 1994 ).

<sup>40</sup> Para a análise da evolução dos coeficientes de comércio no período 1985 - 1996 ver relatório de pesquisa da Funcex: Haguenaer, Markwald e Porche ( 1997 ). Para outras estimativas, no período da década de noventa, ver Moreira e Corrêa ( 1996 ).

proposição acima<sup>41</sup>. A princípio é de se esperar que, grosso modo, as variáveis estejam mais fortemente correlacionadas em um contexto de abertura comercial do que em um contexto de economia protegida. É de se esperar, ainda, que esta correlação cresça no período posterior a implementação do plano Real, em função da desativação dos mecanismos que geravam um viés altista no cálculo de formação de preços das grandes empresas.

Tabela 2  
Brasil 1986 - 1997  
Coeficientes de Correlação Simples entre Mark ups e Taxa de Câmbio Real

Setor / Período	Base Mensal				
	jan 86 - 97	jan 86 - dez 89	jan 90 - 97	jan 90 - ago 94	ago 94 - mar 97
Agronegócio	0,82	0,73	0,71	0,19	-0,26
Extrativa mineral ( exceto combustíveis )	-0,68	-0,63	-0,85	0,31	-0,96
Produtos minerais não metálicos	0,27	0,53	-0,72	-0,16	-0,86
Siderurgia	0,34	0,04	0,31	0,26	-0,30
Metallurgia dos não - ferrosos	-0,65	0,12	-0,58	-0,86	0,26
Outros produtos metalúrgicos	-0,95	-0,82	-0,94	-0,81	-0,84
Máquinas e tratores	0,17	0,37	-0,84	-0,38	-0,96
Material elétrico	-0,90	-0,21	-0,87	-0,88	-0,94
Equipamentos eletrônicos	-0,82	0,03	-0,78	-0,82	-0,90
Automóveis, caminhões e ônibus	-0,49	0,37	-0,67	-0,14	-0,20
Outros veículos e peças	0,36	0,35	-0,67	-0,35	-0,91
Madeira e mobiliário	0,48	0,23	0,08	-0,16	-0,70
Celulose, papel e gráfica	-0,64	0,23	-0,77	-0,80	0,11
Indústria da borracha	0,46	-0,27	0,68	0,82	-0,92
Refino de petróleo	-0,27	0,11	-0,39	0,27	-0,92
Artigos de plásticos	-0,71	-0,80	-0,88	0,05	-0,91
Indústria têxtil	-0,79	-0,27	-0,70	-0,72	-0,67
Artigos do vestuário	-0,71	-0,38	-0,55	-0,71	-0,45
Couro e calçados	-0,69	-0,44	-0,51	-0,70	-0,52
Indústria do café	-0,17	-0,45	0,45	0,14	-0,24
Abate de animais	-0,50	0,57	-0,54	-0,13	-0,88
Indústria de Laticínios	0,84	-0,12	0,81	0,63	0,79
Açúcar	-0,84	-0,55	-0,87	-0,07	-0,86
Fabricações de óleos vegetais	-0,71	-0,11	-0,76	-0,14	0,55
Bebidas e outros produtos alimentares	-0,51	-0,17	-0,54	-0,42	-0,96
Indústria total	-0,52	0,32	-0,84	-0,40	-0,74

Fonte: Thiago Pereira e Alexandre Carvalho; "Abertura Comercial, Mark ups setoriais domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações"; TD IPLA, Nº 571, 1998. O índice de taxa de câmbio real foi definido como a razão entre o IPA e IGP da FGV, como proxy para razão de preços entre transáveis e não transáveis.

A evolução dos referidos coeficientes demonstra que o padrão de associação verificado entre os mark ups e a taxa de câmbio real se modifica com a transição de uma economia fechada para uma economia aberta e, novamente, com a estabilização dos preços.

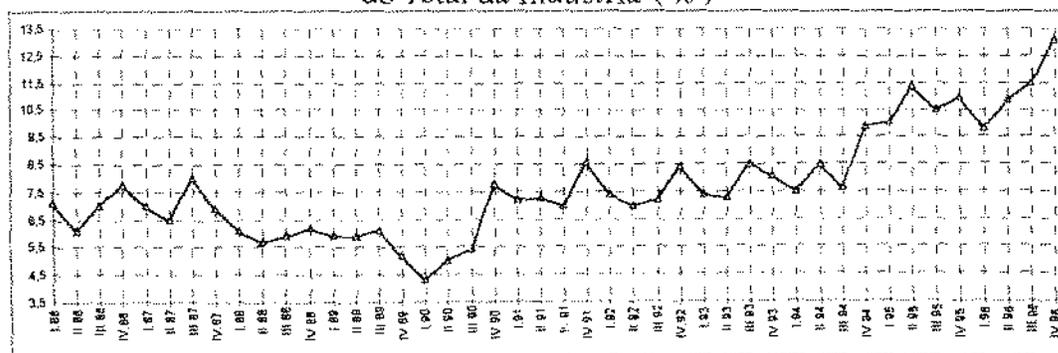
Os movimentos da taxa de câmbio real, verificados em um quadro de alta inflação e economia fechada, não estavam claramente correlacionados aos ajustes de margens praticadas pela indústria doméstica. Este resultado se manifesta, através da análise dos coeficientes de correlação, pela presença de grande

<sup>41</sup> A série sobre taxa de câmbio real foi construída como a razão do IPA e IGP. Ver, sobre o uso da referida razão entre os índices de preços como proxy para taxa de câmbio real, que reflete a relação entre preços dos bens comercializáveis vis à vis os não comercializáveis; Pastore e Pinotti ( 1995 ).

heterogeneidade nos comportamentos setoriais, onde existem setores com sinais distintos. No período de janeiro de 1990 até agosto de 1994, caracterizado pela abertura dos mercados em um quadro de instabilidade macroeconômica, os coeficientes indicam uma maior intensidade na ligação destas variáveis. Os mark ups praticados domesticamente passam a associar-se mais intensamente à taxa de câmbio real no quadro de abertura comercial do que no contexto de economia fechada. Por outro lado, o valor dos coeficientes de correlação cresce significativamente quando focaliza-se o período demarcado pela estabilização de preços.

Os valores para o conjunto da indústria passam de 0,32, no contexto de economia fortemente protegida em alta inflação para -0,40, no ambiente em que a elevada incerteza era combinada à liberalização comercial. Estes números passam para -0,74, a partir da introdução do plano Real. Em alguns setores o coeficiente transita de valores positivos para valores negativos. No quadro de estabilidade de preços, os mark ups domésticos respondem mais intensamente aos movimentos da taxa de câmbio real do que em um quadro de economia aberta e elevada instabilidade macroeconômica.

Gráfico 6  
Brasil 1986 A 1996  
Coeficiente de Penetração das Importações/Consumo Aparente  
do Total da Indústria (%)



Fonte: Funcex; Lia Höguenauer, Ricardo Markwald, Henry Porche. "Estimativas de valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira (1985 - 1996)", 1997, Mimco, IPEA.

O gráfico 6 descreve a evolução do coeficiente de penetração das importações para o conjunto da indústria. Pode-se verificar a tendência de retração do coeficiente agregado ao longo da década de oitenta, em um quadro de restrição de divisas, e o movimento de expressivo crescimento após a abertura, acelerada após o Plano de estabilização.

A tabela 3 apresenta a evolução dos referidos coeficientes desagregados em um corte setorial, para o período de transição de uma economia fechada para

uma economia aberta - 1986 a 1996. As firmas oligopolistas, quando submetidas à queda do nível da proteção efetiva, podem reagir defensivamente, visando preservar suas participações de mercado, através da retração dos mark ups praticados. Esta resposta visa minimizar a perda de market share doméstico causada pelo acirramento da concorrência externa. Alternativamente, a firma pode optar por minimizar as variações nos mark ups, aceitando uma variação maior em sua participação no mercado. Esta deve se expressar na elevação do coeficiente de importação / consumo aparente. A intensidade da retração dos mark ups praticados no novo ambiente competitivo depende de um conjunto de fatores específicos ao nível dos setores e das firmas individuais.

A análise conjunta dos índices de mark ups ( tabela 1 ) e dos coeficientes de penetração das importações ( tabela 3 ) sugere que alguns setores se ajustaram basicamente através das margens (grandes variações relativas de mark ups acompanhadas de elevações relativamente menores dos coeficientes de penetração, minimizando a perda de market share). Outros setores apresentaram uma maior estabilidade das margens, em contraponto a uma ampliação relativamente intensa do coeficiente importado. Ou seja, o ajustamento das firmas à queda da proteção parece envolver a exploração do trade off que baliza a determinação dos mark ups praticados em uma economia aberta. O ponto a reter é que a intensidade do ajustamento descarregado sobre as margens varia expressivamente de setor a setor. Isto não apenas porque algumas indústrias são mais competitivas do que outras e a queda da proteção se distribui desigualmente entre os segmentos, como também porque alguns setores são relativamente mais comercializáveis do que outros.

Tabela 3  
Brasil 1989 - 1996  
Coeficientes de Penetração das Importações

Setor / Ano	Variação de mark ups (a) e perda de market share da produção doméstica (b) 89 - 96								Em %	
	89	90	91	92	93	94	95	96	a	b
Minerais não metálicos	0,93	0,90	1,18	1,15	1,25	1,45	2,03	2,47	-8,98	1,54
Siderurgia	2,42	1,77	3,11	2,45	1,83	1,73	2,40	2,25	-2,10	-0,17
Metalmurgia não ferrosos	8,96	7,49	11,51	14,20	14,44	14,33	18,85	16,85	-18,52	7,87
Outros prod. metalúrgicos	1,59	1,91	2,91	2,53	3,16	3,04	4,53	5,78	-17,42	4,19
Máquinas e tratores	6,20	8,27	13,51	13,78	12,51	14,01	19,07	24,63	-6,16	18,43
Material elétrico	7,91	6,50	10,43	12,83	14,75	17,55	18,78	20,94	-41,63	13,03
Equipamentos eletrônicos	12,36	9,96	15,89	24,00	27,59	29,88	33,24	36,81	-65,71	24,46
Veículos automotores	0,05	0,22	1,75	2,94	5,57	8,96	14,19	9,01	-17,81	8,96
Peças e outros veículos	7,99	7,38	11,86	12,95	12,31	13,39	13,42	15,57	7,76	7,58
Madeira e mobiliário	0,47	0,39	0,39	0,51	0,66	0,66	0,93	1,18	-6,81	0,71
Celulose, papel e gráfica	2,49	2,24	3,32	2,36	2,65	3,38	6,37	6,96	-21,76	4,47
Borracha	6,06	5,02	6,64	5,11	4,98	6,39	9,03	8,99	22,33	2,93
Elementos químicos	17,72	16,91	22,89	21,12	22,87	23,86	29,15	28,08	-	10,36
Refino de petróleo	3,46	3,01	5,03	5,05	7,45	6,66	9,28	10,65	0,03	7,19
Químicos diversos	6,56	5,25	7,41	8,29	9,36	9,36	10,01	11,21	-	4,65
Têxtil	2,53	2,43	4,28	4,84	9,72	9,71	13,33	14,58	-19,15	12,05
Calçados	7,29	5,83	11,46	13,40	12,04	10,47	15,89	19,01	-43,07	11,72
Benefic. prod. vegetais	3,53	3,77	6,36	6,40	7,95	7,48	7,79	5,16	-	1,62
Abate de animais	5,67	3,89	2,41	2,57	1,48	2,27	2,84	2,56	-6,13	-3,11
Óleos vegetais	1,94	1,20	2,56	3,00	4,18	7,94	6,93	11,55	-23,34	9,61
Outros prod. alimentares	2,57	2,45	2,63	2,22	2,36	2,56	4,40	4,53	-1,33	1,96
Indústrias diversas	13,06	12,15	15,88	17,91	16,13	16,50	22,12	23,74	-	10,68
Total da Indústria	5,78	5,63	7,53	7,50	7,83	8,38	10,73	11,33	-12,86	5,55

Fonte: Coeficiente das importações sobre o consumo aparente =  $M / (VP + M - X)$ . Agregação com base em coeficientes calculados pela Funccx em "Estimativas de valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira (1985 / 96)"; Lia Hagnenauer, Ricardo A. Markwald e Henry Porchet, 1997. Índice de mark up obtido pela razão entre índices de preços setoriais e índices de custos setoriais (Pereira e Carvalho, 1998). Ver apêndice metodológico.

Para aprofundar a discussão anterior construíram-se os coeficientes de correlação dos índices de mark ups e dos indicadores de penetração das importações, apresentados na tabela 4. Tais coeficientes mostram comportamentos distintos quando focalizam-se os subperíodos demarcados pelo início do processo de abertura e pela estabilização dos preços. Após o lançamento do plano Real, os movimentos de expansão dos coeficientes de importação aparecem mais fortemente associados à compressão dos mark ups domésticos.

A despeito da elevação do coeficiente importado, no contexto de alta inflação, alguns setores apresentaram movimentos localizados de elevação dos seus mark ups. Este padrão pouco usual de associação entre as variáveis deve ser decorrência do fato de que, para estes setores, a pressão altista, embutida no cálculo de determinação do nível dos mark ups desejados em alta inflação, superou os efeitos restritivos gerados pela abertura comercial<sup>42</sup>.

<sup>42</sup> A análise mais cuidadosa dos números dos setores possuidores de um coeficiente de correlação positivo entre 1990 - 1994 sugere que este padrão de comportamento se concentrou em segmentos que operavam com um nível muito baixo de penetração das importações, como por exemplo outros produtos alimentares, óleos vegetais, abate de animais e madeira e mobiliário. Neste caso, a flutuação da penetração das importações ao redor de níveis bastante baixos pode conduzir a um coeficiente de correlação positivo (os mark ups podem subir em paralelo a uma variação positiva do coeficiente de importação, que cresce de uma base tão pequena que não chega a impor uma reação dos produtores domésticos).

A observação da tabela 4 mostra que o coeficiente de correlação após o Plano Real, para alguns setores, inverte o sinal. Neste quadro, começa um movimento generalizado de retração dos mark ups, conjugado à rápida elevação dos coeficientes de importação. A existência de setores que apresentaram uma correlação positiva entre estas variáveis, no período anterior à estabilização, é consistente com a identificação de forças opostas incidindo sobre o cálculo de determinação do nível dos mark ups desejados pelas firmas<sup>43</sup>. Estas operaram em um ambiente de elevada instabilidade macroeconômica e intensa pressão competitiva imposta pela abertura comercial. A estabilização desativou os mecanismos altistas presentes no cálculo de formação de preços das firmas industriais em contextos de alta inflação. A eliminação destes mecanismos defensivos, em um quadro de apreciação da taxa de câmbio real e economia aberta, materializou-se em uma tendência generalizada de queda dos mark ups praticados nos diversos setores, a partir de agosto de 1994.

---

<sup>43</sup> Deve-se registrar, por outro lado, o fato de que alguns setores que apresentavam o coeficiente de correlação negativo passaram a apresentá-lo positivo após 1994, como o setor siderúrgico e o setor de papel e celulose. No primeiro caso, deve-se ter em mente que, além de operar com níveis bastante baixos de penetração das importações em 94, cerca de 1,7% do consumo aparente, as regras de formação de preço neste setor foram transformadas em função do processo de privatização. No caso de Papel e Celulose, a inversão deve estar associada à inflexão dos preços internacionais das commodities de exportação. Deve-se registrar, ainda, o caso do setor automotivo, em que o crescimento dos mark ups após a elevação das alíquotas do imposto de importação e da confecção do regime automotivo particulariza o comportamento descrito pelos coeficientes de correlação ( o regime não apenas elevou a proteção setorial como discriminou em favor das importações das firmas já instaladas. Isto fez com que o coeficiente de importação, que havia explodido nas antevésperas do regime, caísse rapidamente, em um primeiro momento, e depois voltasse a subir, como pode ser visto no gráfico 20 do anexo estatístico ). Neste quadro, a correlação positiva entre os mark ups e a penetração das importações no subperíodo citado se associa ao esquema especial de proteção a que foi submetido o setor. Para uma avaliação dos impactos redistributivos do regime, ver De Negri ( 1997 ).

Tabela 4  
Brasil 89 - 96  
Coeficientes de Correlação entre Mark Ups Setoriais Médios e Coeficiente de Penetração das Importações

Setores	Base trimestral				
	(86.1 a 96.4)	(86.1 a 89.4)	(90.1 a 96.4)	(90.1 a 94.2)	(94.3 a 96.4)
Mínerais não metálicos	-0,09	-0,50	-0,75	-0,48	-0,87
Siderurgia	-0,33	-0,06	-0,50	-0,61	0,16
Metalurgia não ferrosos	-0,67	0,17	-0,64	-0,77	0,26
Outros produtos metalúrgicos	-0,94	-0,47	-0,90	-0,75	-0,88
Máquinas e tratores	0,08	-0,51	-0,77	-0,64	-0,82
Material elétrico	-0,89	0,19	-0,90	-0,85	-0,95
Equipamentos eletrônicos	-0,90	-0,39	-0,91	-0,90	-0,70
Veículos automotores	-0,47	-0,07	-0,56	0,04	0,14
Peças e outros veículos	-0,31	-0,45	-0,57	-0,42	-0,72
Madeira e mobiliário	0,17	-0,11	0,01	0,04	-0,80
Celulose, papel e gráfica	-0,58	-0,43	-0,62	-0,64	0,09
Borracha	0,07	-0,69	0,23	-0,29	-0,65
Refino de petróleo	-0,17	-0,38	-0,16	0,37	-0,63
Farmacêuticas e perfumaria	0,14	-0,25	-0,49	-0,56	-0,30
Plástica	-0,59	-0,25	-0,80	0,16	-0,83
Têxtil	-0,77	0,20	-0,64	-0,54	-0,30
Artigos de vestuário	-0,50	-0,57	-0,32	-0,23	-0,29
Calçados	-0,74	-0,39	-0,63	-0,72	-0,60
Abate animais	0,35	0,38	0,31	0,39	0,60
Laticínios	-0,17	-0,42	0,19	-0,34	-0,19
Óleos vegetais	-0,50	-0,10	-0,51	0,30	-0,50
Outros produtos alimentares	-0,16	0,08	-0,19	0,38	-0,57
Total da Indústria	-0,66	-0,72	-0,86	-0,64	-0,81

Fonte: Thiago Pereira e Alexandre Carvalho; "Abertura Comercial, Mark ups setoriais domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações"; ID IPEA, Nº 571, 1998. Coeficientes de Penetração das importações calculados em "Estimativas de valor da produção Industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira (1985 / 96)"; Lia Hagnenauer, Ricardo A. Markwald e Henry Porchet, 1997.

No contexto de economia fortemente protegida, entre 85 - 90, a trajetória altista dos mark ups foi descrita em paralelo à queda dos coeficientes de penetração das importações. Mesmo em contextos de apreciação da taxa de câmbio real, dados os diversos mecanismos de proteção que travavam parte expressiva das compras externas, as variáveis aparecem com forte correlação negativa, -0,72<sup>44</sup>. Não por acaso, no contexto de economia protegida, os sinais para o conjunto da indústria dos coeficientes de correlação entre a taxa de câmbio e os mark ups estão invertidos relativamente aos sinais da correlação entre estes e a penetração das importações. Isto sugere, como seria esperado, que a apreciação cambial verificada no contexto de uma economia fortemente protegida não exerce uma pressão sobre a formação de preços tão expressiva quanto a imposta no cenário de uma economia aberta.

<sup>44</sup> Vale dizer, a apreciação da moeda doméstica, em uma economia fechada, não se traduzia em uma crescente pressão competitiva externa, decorrente da elevação do coeficiente de penetração das importações. Neste cenário, os mark ups eram submetidos à pressão altista presente em um regime de alta inflação, em paralelo à queda do coeficiente de penetração das importações. Estas eram travadas por barreiras tarifárias e não tarifárias, em um contexto de forte estrangulamento cambial. Este resultado se expressa em um coeficiente de correlação negativo entre a penetração das importações e os mark ups e em uma correlação inversa em relação a taxa de câmbio.

No período em que se conjugam abertura comercial e elevada instabilidade macroeconômica ( 1989 a 1994 ) alguns setores apresentaram um movimento conjunto de elevação do coeficiente importado e dos mark ups médios, apresentando um coeficiente de correlação positivo. A exceção das indústrias de laticínios e da de óleos vegetais, todos os setores apresentaram uma tendência de queda nos índices de mark ups estimados, quando se combinam abertura comercial, apreciação cambial real e estabilização<sup>45</sup>.

A estabilização reconecta o cálculo de determinação dos mark ups desejados, restrito ao horizonte de curto prazo em alta inflação, às variáveis relacionadas a evolução da estrutura da indústria a longo prazo. Isto porque ela desativa os mecanismos altistas, decorrentes do risco de desvalorização do capital líquido, presentes em contextos de alta instabilidade, como visto no capítulo 2. O cálculo de formação de preços volta a estar referenciado a um horizonte de longo prazo, dada a percepção do nível das barreiras à entrada, nos marcos de uma economia aberta<sup>46</sup>.

Nos anos noventa, como indica a evolução dos mark ups, a abertura econômica altera a percepção empresarial do custo implícito de gerar o autofinanciamento dos projetos desejados. A tabela 5 apresenta uma estimativa da evolução da massa fundos gerados pela operação de diversos setores industriais na economia brasileira na década de noventa.

---

<sup>45</sup> Cabe ressaltar que estas estimativas não captam parcela dos efeitos associados à reorganização industrial que se materializam em um deslocamento da estrutura técnica da indústria. Neste contexto estas estimativas podem estar subestimando os mark ups praticados por determinados setores.

<sup>46</sup> É como se a taxa interna de retorno esperada dos projetos de investimento fosse calibrada pelas expectativas sobre as decisões dos investimentos planejados pelos concorrentes e entrantes em potencial nos respectivos mercados. A existência de um excesso de capacidade planejada está associada à capacidade de atender o mercado face a flutuações não antecipadas do nível de vendas - operando como desestímulo para as decisões de investimento de entrantes potenciais. Um projeto pode estar associado a uma diversidade de taxas internas de retorno esperadas, ceteris paribus, em função de diferentes cenários antecipados sobre as decisões de investimento tomadas pelos principais concorrentes. Neste sentido, a estabilização, ao eliminar parte dos fatores que pesava negativamente sobre o cálculo do investimento, altera a percepção das firmas sobre os custos envolvidos em elevar as margens - associados ao risco de atração de entrantes em potencial. Neste cenário a política de preços volta a ter que considerar a estratégia de expansão a longo prazo. Já no regime de alta inflação, a elevada incerteza tratava de minimizar este componente de custo implícito na decisão de formação de preço, enquanto gerava pressões de curto prazo associadas ao risco de desvalorização patrimonial, como discutido no capítulo 2.

Tabela 5  
Brasil 1985 - 1996  
Índice da Massa de Fundos Setoriais Gerados

Setor / Ano	1994 = 100											
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Extrativa mineral ( exceto combustíveis )	219	188	133	133	100	121	112	110	117	100	96	93
Extração de petróleo e carvão	122	116	97	86	75	99	116	90	94	100	94	105
Produtos minerais não metálicos	64	77	95	99	102	111	99	99	100	100	104	105
Siderurgia	91	95	93	100	93	95	81	90	95	100	99	98
Metallurgia dos não - ferrosos	118	130	121	121	127	129	109	93	92	100	114	117
Outros produtos metalúrgicos	113	118	114	111	103	108	91	90	95	100	98	95
Máquinas e tratores	84	99	115	124	133	129	95	82	97	100	97	76
Materiais elétricos	124	151	133	146	130	169	118	93	97	100	108	107
Equipamentos eletrônicos	101	127	114	133	125	163	114	78	90	100	118	118
Automóveis, caminhões e ônibus	73	77	75	88	72	80	80	81	94	100	107	98
Outros veículos e peças	65	80	69	92	88	101	79	77	90	100	101	99
Madeira e mobiliário	74	84	94	83	108	123	99	87	105	100	109	112
Celulose, papel e gráfica	92	95	97	103	103	113	105	104	109	100	110	101
Indústria da borracha	80	81	85	92	68	73	68	79	95	100	100	98
Fabricações de elementos químicos	119	105	116	122	108	119	97	99	105	100	96	92
Refino de petróleo	77	77	82	86	80	91	85	95	104	100	97	92
Produtos químicos diversos	99	96	106	114	99	115	96	92	94	100	105	105
Indústria farmacêutica e perfumaria	45	53	56	60	63	87	80	84	97	100	105	108
Artigos de plásticos	103	118	110	109	117	125	108	83	94	100	112	117
Indústria têxtil	142	165	143	147	129	137	122	104	106	100	98	89
Artigos do vestuário	103	107	105	98	162	167	158	113	121	100	91	77
Couro e calçados	163	189	155	153	155	126	101	88	109	100	86	80
Indústria do café	155	141	116	93	107	120	94	99	108	100	104	111
Beneficiamento de produtos vegetais	80	95	94	98	91	98	94	107	100	100	105	110
Abate de animais	126	98	92	100	108	105	102	111	101	100	106	108
Indústria de Laticínios	80	76	90	88	90	101	97	110	106	100	126	133
Açúcar	157	136	152	121	89	100	95	108	94	100	95	97
Fabricações de óleos vegetais	158	143	129	167	163	156	141	148	144	100	129	118
Bebidas e outros produtos alimentares	61	74	70	68	73	80	88	84	90	100	111	115
Produtos diversos	77	91	92	92	88	100	97	83	91	100	100	97
Total da Indústria	90	96	97	101	101	109	95	93	100	100	104	101

Fonte: Elaboração própria a partir das estimativas de valor da produção industrial apresentadas no texto da Funcex, "Estimativas de valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira (1985 / 96)", Lia Haguenauer, Ricardo A. Markwald e Henry Forchel, 1997; e de índices de mark ups setoriais médios (Thiago Pereira e Alexandre Carvalho, 1995). Índice da massa de fundos internos gerados = índice do Valor da produção \* índice de Custos setoriais = índice de quantum da produção \* índice de mark ups. Ver apêndice metodológico.

O ponto em questão consiste em ressaltar de que forma a evolução dos fundos internos foi condicionada pelo especificidade do duplo movimento de ajuste nos mark ups e de evolução da demanda ao nível setorial.

As referidas informações operam como estimativas da massa de fundos gerados pelos diversos setores em suas operações não financeiras. As estimativas acima fornecem um balizamento para que se avalie a evolução da capacidade de autofinanciamento dos setores ao longo do período em foco<sup>47</sup>. A despeito das imperfeições embutidas nas informações geradas através do referido procedimento,

<sup>47</sup> As estimativas foram construídas através da combinação dos índices de mark ups setoriais médios e do valor da produção, obtida através da reagregação setorial das séries apresentadas em trabalho da FUNCEX. As informações construídas desta maneira fornecem uma indicação preliminar sobre a evolução dos fluxos de fundos gerados, no agregado, pelos diversos setores em consideração. A ponderação a ser feita é a de que esta informação, além de baseada em estimativas aproximadas da evolução dos mark ups setoriais, não incorpora o impacto do resultado financeiro do exercício na definição do volume de recursos disponíveis para o autofinanciamento. O volume de lucros retidos pode divergir do valor estimado da massa de fundos mobilizados pelas atividades operacionais das empresas, a depender da posição financeira líquida das firmas no setor, da política de dividendos das empresas de capital aberto.

pode-se observar de que forma a geração de fundos internos foi afetada pelos movimentos verificados nos mark ups e no nível de atividade.

Como foi apontado anteriormente, a conjuntura que segue o lançamento do Plano Real materializou-se em uma retração generalizada das margens operacionais da indústria. A queda na proteção e a apreciação cambial real foram conjugadas à eliminação da pressão altista exercida sobre o nível dos mark ups desejados em um contexto de elevada volatilidade das variáveis econômicas fundamentais, pela reação defensiva das firmas ao risco de desvalorização do capital líquido. A combinação citada gerou uma tendência de queda nos mark ups nos diversos setores da indústria. Por outro lado, a estabilização gerou, em um primeiro momento, efeitos expansivos sobre a renda. Estes se traduziram na elevação significativa dos níveis de quantum produzidas pela indústria doméstica - especialmente relevante no caso de gêneros alimentícios ( favorecidos pelos impactos redistributivos gerados "once and for all" pela estabilização ) e bens de consumo duráveis, que são fortemente impulsionados pela recomposição dos mecanismos de financiamento ao consumo. Neste quadro observa-se, grosso modo, a elevação da massa de fundos gerados por diversos segmentos da indústria, no contexto de forte expansão do produto, em 1994, a despeito da restrição imposta aos mark ups. Os setores de bebidas e outros produtos alimentares e laticínios, por exemplo, foram fortemente beneficiados pela conjugação dos impactos redistributivos da estabilização sobre o nível de salários reais. Estes setores apresentaram uma relativa estabilidade dos mark ups e uma enorme expansão de quantidades. Esta combinação materializou-se em um elevado crescimento da disponibilidade de fundos internos. O ponto a reter é que a disponibilidade de fundos internos no período em foco foi afetada de acordo com a intensidade setorialmente específica com que se combinaram as tendências de retração das margens e ampliação das quantidades vendidas.

### 3.3 - Traços gerais do Ajuste financeiro da grande empresa privada entre os anos oitenta e noventa.

Na década de oitenta, as decisões de investimento da grande empresa privada foram fortemente afetadas pela situação de crise vivida pela economia brasileira. Como consequência, as suas decisões de formação de preços deixam de refletir as estratégias de composição do "funding" dos investimentos planejados. No cenário de estrangulamento cambial, de políticas de ajuste das contas externas, e de crescente instabilidade macroeconômica, que seguem o choque externo do início dos anos oitenta, a lógica que orienta a formação de preços dos oligopólios domésticos passa a espelhar, fundamentalmente, o esforço de ajustamento da composição dos

passivos velhos e a busca pela sustentação da rentabilidade sobre o estoque de capital imobilizado.

No contexto de instabilidade crescente dos primeiros anos da década de oitenta, as grandes empresas industriais do setor privado, via de regra, cortaram seus planos de expansão, elevaram ( ou tentaram elevar ) a participação das exportações em seus fluxos de caixa, reduziram os níveis de estoques retidos, ampliaram seus mark ups e lograram preservar a rentabilidade, mesmo diante do quadro recessivo do período 81 - 83 ( Almeida, 1994 ). Os lucros retidos, em um quadro de baixo ritmo de crescimento tendencial dos ativos operacionais, poderiam ser canalizados para o desendividamento, para a aquisição de ativos financeiros de curto prazo ou remessas ao exterior, em um contexto de elevado risco de desvalorização do estoque de riqueza líquida. Neste cenário, as grandes empresas passaram a exigir um prêmio crescente para fazer frente ao risco de desvalorização dos ativos financeiros, ou seja, passaram a requerer a elevação das taxas de juros reais ex ante para reter a riqueza em ativos financeiros de curto prazo denominados em moeda doméstica<sup>48</sup>.

Nestas condições, as grandes empresas tiveram que definir, por meio de um comportamento convencional, o nível desejado de retenção de ativos líquidos em carteira e promover o desendividamento. No caso das firmas controladas pelo capital estrangeiro este movimento certamente esteve associado ao crescimento do nível desejado das remessas de lucros ( para as empresas nacionais este processo materializou-se no crescimento da fuga de capitais ) aumentando as transferências intrafirma em função da elevada aversão ao risco e, via de regra, do baixo dinamismo dos mercados domésticos ( que reforça a baixa demanda por fundos para inversão )<sup>49</sup>.

As empresas que carregavam estoques de passivos junto ao sistema financeiro interno buscaram, por sua vez, dada a crescente instabilidade, reduzir seus

<sup>48</sup> Sobre como o problema da "transferência interna" se vincula as decisões de portfólio dos agentes líquidos no contexto do ajuste externo nas economias endividadas ver: Frenkel, R. et. alli "Shock Externo y Desequilibrio Fiscal: La macroeconomía de América Latina en Los Ochenta". Cedes. 1991 e Frenkel, R. et alli "Crescimento e Reforma Estrutural en América Latina". in Adonde va América Latina. Santiago, Cieplan, 1992. A elevada instabilidade macroeconômica afeta as decisões de portfólio embutindo prêmios de risco que crescem exponencialmente nos diversos prazos. No limite, isto elimina a demanda por ativos de longo prazo e gera alterações abruptas na distribuição de ativos desejados e, portanto, na composição das carteiras, ou cria um viés em favor da demanda por ativos denominados em moeda estrangeira. Sob a ótica dos passivos, a regra é a busca do desendividamento como alternativa de restringir o crescimento do risco financeiro associado às obrigações contratuais em contextos em que o estado de confiança no fluxo de caixa esperado é deteriorado pela volatilidade e instabilidade das receitas correntes e dos indexadores que regem as dívidas e seu serviço.

<sup>49</sup> As remessas de lucros, por parte das firmas estrangeiras, foram complementadas por mecanismos outros, ilegais, de envio de recursos ao exterior, como, por exemplo, os implícitos no uso de preços de transferência nas operações de comércio intrafirma. As empresas nacionais, é bom registrar, também possuíram participação ativa no processo de fuga de capitais. Ver, sobre o tema, Meyer, Arno e Basques, M. S. "Fuga de Capitais no Brasil", FGV/ IBRE / CEME, 1989.

níveis de endividamento em moeda doméstica mediante a calibragem altista de seus mark ups desejados. Não custa lembrar que o endividamento interno de curto prazo havia crescido no final dos anos setenta para as grandes empresas que promoveram a liquidação antecipada de suas obrigações externas, mediante a realização de Depósitos Remunerados em Moeda Estrangeira contra as autoridades monetárias<sup>50</sup>.

No caso de tais empresas, o crescimento do custo implícito de carregar os estoques de passivos, diante do deslocamento dos patamares da inflação e da deterioração das condições de contratação do crédito interno, gerou uma pressão adicional para que os mark ups desejados fossem dilatados<sup>51</sup>. Este processo de flexibilização das margens da grande empresa industrial privada permitiu a esta gerar os recursos requeridos para reduzir parte indesejada dos estoques de dívida. Esta mudança patrimonial foi perseguida em um quadro de ruptura dos canais e condições pregressas de financiamento, que se materializou no racionamento quantitativo do volume de crédito disponível e na alteração da percepção privada sobre os custos relativos de mobilizar os fundos junto às fontes internas e externas às firmas. Estes movimentos de elevação defensiva dos mark ups, por seu turno, geravam pressão adicional para aceleração do ritmo de variação dos preços. O deslocamento dos patamares da inflação, por sua vez, aumentava endogenamente o custo implícito, percebido pelas firmas alavancadas, associado ao risco de insolvência decorrente do carregamento de um dado estoque de dívida. Isto porque a elevação da inflação gerava um maior risco de dispersão entre os preços que regem receitas e despesas financeiras, requerendo cortes ulteriores na magnitude dos passivos desejados e pressionando por novas rodadas de elevações dos mark ups praticados.

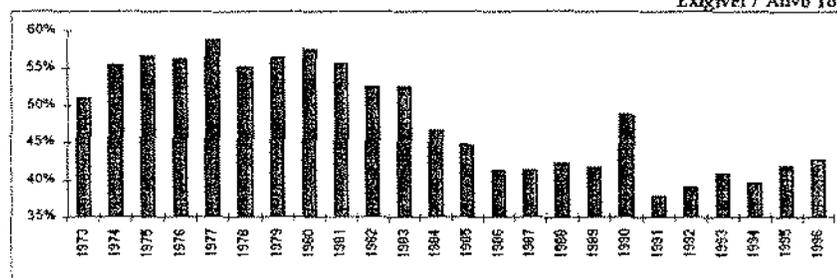
O gráfico 7 ilustra a trajetória descrita pelo grau de endividamento da grande empresa privada na economia brasileira entre 1973 e 1996. A relação em foco avalia a parcela do ativo financiada com recursos de terceiros, em valores referentes a uma amostra de 500 grandes empresas privadas.

<sup>50</sup> Os estoques de passivos em moeda doméstica das grandes empresas do setor privado foram acumulados nas histórias de crescimento das firmas e elevados abruptamente para realizar os Depósitos Remunerados em Moeda Estrangeira ( DRME ) nas vésperas da maxidesvalorização cambial, em 1979. Ver, sobre o papel dos DRME na estatização da dívida externa. Cruz (1995).

<sup>51</sup> A busca da liquidação antecipada de obrigações financeiras em contextos de racionamento do crédito e alta incerteza não foi, evidentemente, o único mecanismo a impor uma pressão altista sobre a formação de preços. Esta se soma ao risco de queima patrimonial inscrito no giro dos estoques em alta inflação, à mudança nos níveis de exposição à concorrência externa, ao mark up anticíclico, etc. ( ver capítulo 2 ). Desde logo, a ênfase na relação entre os movimentos de ajuste das margens e queda da alavancagem financeira não deve se traduzir na idéia de que esta derivou exclusivamente daquela. Na verdade, existe uma relação de dupla determinação, a busca da liquidação das obrigações pressiona as margens, enquanto a elevação das margens ( motivada, também, por um conjunto de outros fatores ), permite que os fundos gerados sejam canalizados para diminuir a alavancagem financeira.

O gráfico permite visualizar o ajuste patrimonial posto em curso na virada para a década de oitenta, quando ocorre a retração marcada do nível de endividamento das referidas empresas<sup>52</sup>. Na primeira metade da “década perdida”, o ajuste financeiro implementado diante da instabilidade crescente reduziu drasticamente o nível de endividamento das firmas ( movimento consistente com o que seria esperado dos níveis de endividamento desejado em ambientes de instabilidade crescente ), reforçando o papel do autofinanciamento como mecanismo de mobilização de recursos<sup>53</sup>.

Gráfico 7  
Brasil 1973 - 1996  
Grau de Endividamento Médio das 500 Maiores Empresas Privadas  
Exigível / Ativo Total



Fonte: Revista Exame, as 500 maiores e melhores.

<sup>52</sup> O processo descrito deve ser acompanhado da retração do peso das dívidas financeiras na composição do conjunto dos recursos de terceiros usados pelas firmas. O referido índice não decompõe a evolução dos recursos de terceiros entre dívidas bancárias e outros itens não onerosos do passivo - como folha de salários e fornecedores. Como a evolução destes componentes na década de oitenta apresentou maior estabilidade do que as dívidas financeiras, porque elas dependem de relações técnicas na relação com fornecedores e trabalhadores ao longo dos processos produtivos, as flutuações no endividamento bancário / ativos totais devem ter sido, portanto, ainda mais intensas do que a descrita na evolução da razão ativos / recursos de terceiros.

<sup>53</sup> Após uma pronunciada expansão do nível de alavancagem financeira das firmas privadas no ciclo expansivo da primeira metade dos anos setenta, no contexto de forte expansão da inversão privada, os indicadores de endividamento mostram uma suave retração em 1978 e um repique nos anos de 1979 e 1980. Para uma discussão sobre dos mecanismos de financiamento usados para viabilizar a expansão das firmas na economia brasileira no período 69 / 75, e para a análise da evolução descrita pelas suas estruturas ativas e passivas, apoiada em dados do cadastro das declarantes da Secretaria da Receita Federal, ver: Calabi, Andrea; Estrutura de capitais e Geração de poupanças internas às firmas. Fipe, USP, 1979. Cruz ( 1984 ), mostra, por outro lado, que a contraface da expansão da taxa de investimento doméstica, nos anos iniciais da década de setenta, foi o crescimento da demanda por empréstimos em moeda estrangeira por parte da grande empresa privada, contraída junto aos eurobancos. A elevação das captações de firmas privadas, junto ao mercado internacional de créditos, verificou-se, nos primeiros anos da década de setenta, em um quadro que combinava a vigorosa expansão da inversão do setor privado e um contexto internacional de baixas taxas de juros reais e de retração da demanda por fundos dos agentes de primeira linha dos países desenvolvidos. Nestas condições, de baixas taxas de juros internacionais e expressivo desempenho da inversão doméstica, a crescente participação dos países periféricos nos circuitos internacionais de financiamento privado permitia equacionar o problema microeconômico do financiamento de longo prazo da grande empresa privada. O referido movimento está inscrito no processo de reacomodação dos portfólios dos grandes bancos atuantes nos mercados “off shore”, que ampliaram os fluxos de empréstimos destinados à periferia capitalista visando gerar a diversificação das suas carteiras de créditos. Ver, sobre o processo de endividamento externo no período Cruz ( 1984 ).

Como pode ser visto, entre 1980 e 1986, período que nos interessa mais diretamente, a grande empresa privada diminuiu sistematicamente a participação de recursos de terceiros no mix de financiamento de suas atividades, que em valores médios para a amostra referida caem de 57% em 1980 para cerca de 40% em 1986, e atinge o vale de cerca de 37% em 1991<sup>54</sup>. Estes valores refletem a intensidade do ajuste nos estoques de passivos, indicando o perfil defensivo da reestruturação patrimonial perseguida num contexto de elevada instabilidade e volatilidade das variáveis chaves para o cálculo econômico privado.

Certamente, a intensidade deste fenômeno deve variar de setor para setor e de acordo com a estabilidade relativa das receitas operacionais das firmas, em relação às flutuações cíclicas de curto prazo. As atividades que possuem receitas relativamente estáveis, com baixa amplitude nas flutuações cíclicas, podem verificar uma redução relativamente menor do nível de endividamento desejado do que setores possuidores de receitas altamente correlacionadas às flutuações do nível de atividade de curto prazo. O movimento defensivo sob incerteza elevada eclode como alteração das estratégias de mobilização dos recursos requeridos para financiar os investimentos marginais e a mudança na estrutura de financiamentos dos ativos retidos pelas firmas.

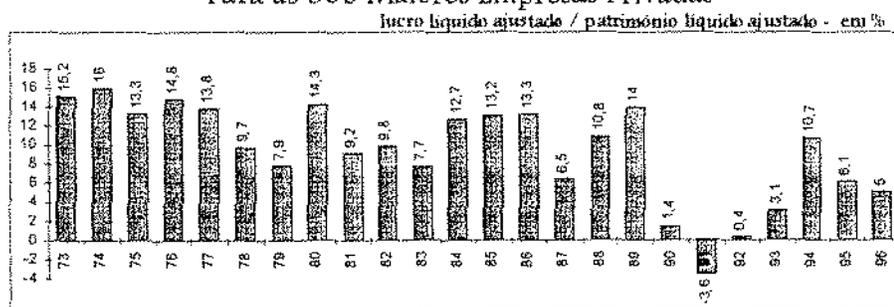
O ajuste nos estoques de dívida guarda correspondência com a alteração no perfil dos fluxos de gastos e dos mecanismos de mobilização dos recursos. Nos primeiros anos da década de oitenta ( 81 - 83 ), o ajuste nos fluxos esteve associado à queda do nível de investimento, à elevação dos mark ups desejados e à elevação do coeficiente exportado das grandes empresas privadas, em um contexto de queda da absorção doméstica. A mudança no perfil dos fluxos de caixa viabilizou a reestruturação financeira caracterizada pelo desendividamento. Esta virtualmente digeriu o peso dos estoques de dívidas contraídas na trajetória expansiva pregressa, em um contexto em que a instabilidade crescente elevava autonomamente o nível de risco embutido no carregamento de dívidas. A partir de 1981, as grandes empresas privadas ingressam em uma trajetória de progressiva retração do uso de recursos de terceiros na composição das estruturas passivas. A elevação dos mark ups foi

---

<sup>54</sup> Deve-se lembrar que estes números dizem respeito à relação exigível / ativo total, possuindo uma parcela significativa do passivo que não corresponde a dívidas financeiras. No ano de 1990, os valores apresentados apresentam uma variação descontínua, caracterizando um ponto fora da curva de tendência descrita pelos referidos indicadores de endividamento. Esta variação está associada, provavelmente, ao esforço das firmas de alterarem o mix do financiamento do capital de giro, elevando circunstancialmente o uso ao crédito bancário em substituição a fundos próprios, no contexto da retenção dos ativos financeiros, em meio a implementação do Plano Collor 1. A retenção dos ativos, desta forma, forçou um crescimento "localizado" do endividamento de curto prazo, para as firmas financiarem o capital de giro, que foi sendo progressivamente eliminado à medida em que avançava o processo de desbloqueio da "liquidez". Este "ajuste" localizado deve ter refletido-se no crescimento tópico da relação ativos circulantes / passivos totais, registrada nos balanços patrimoniais, e causador do repique dos índices de endividamento no referido ano.

complementada, em um primeiro momento, pela desvalorização real das dívidas promovida pela prefixação das correções cambial e monetária e pela transferência do risco cambial para o setor público, via DRME ( Almeida, 1994 ). A elevação das margens viabilizou que as grandes empresas privadas obtivessem, via de regra, resultados positivos em contextos de alta instabilidade do produto industrial, preservando a rentabilidade no cenário de estrangulamento externo e, posteriormente, de queda da absorção doméstica, como demonstra o gráfico 8<sup>55</sup>. A magnitude dos fundos internos gerados depende da rentabilidade obtida sobre os capitais próprios. O ajuste nas margens permitiu amortecer a queda da rentabilidade, nos contextos de retração do produto industrial, entre 1981 e 1983, e permitiu que as firmas gerassem fundos internos requeridos para ajustar, ao longo do tempo, o perfil dos passivos retidos em contextos de riscos financeiros crescentes. A aceleração inflacionária, inscrita nos comportamentos defensivos de formação de preços sob alta inflação, criava endogenamente o crescimento do risco financeiro associado às obrigações contratualmente fixas, estimulando o progressivo desendividamento das firmas industriais privadas.

Gráfico 8  
Brasil 1973 1996  
Rentabilidade Sobre Patrimônio Líquido  
Para as 500 Maiores Empresas Privadas



Fonte: REVISTA EXAME, as 500 maiores e melhores.

A sustentação da rentabilidade, em um contexto de ajuste do setor externo e crescimento da volatilidade das variáveis macroeconômicas, foi decorrente do impacto da elevação dos mark ups sobre os resultados operacionais das grandes empresas e do efeito da elevação das taxas de juros reais sobre as receitas financeiras das firmas líquidas<sup>56</sup>. Na virada para os anos oitenta este resultado foi favorecido pelos

<sup>55</sup> O referido resultado foi demonstrado em trabalhos que discutem o ajuste patrimonial de grandes empresas e bancos no contexto do ajuste externo na primeira metade dos anos oitenta. Ver Almeida ( 1994 ) e Gonçalves e Laplane ( 1994 ).

<sup>56</sup> Os índices de liquidez para o universo das "500 maiores e melhores" da revista EXAME sugerem que as grandes empresas do setor privado ingressaram na década de oitenta com mais ativos de curto prazo do que passivos circulantes, ainda que a posição de liquidez tenha se deteriorado em relação aos anos de boom na década de setenta. Os referidos índices de liquidez

mecanismos de desvalorização de parcela real dos estoques de dívidas, implementados através da prefixação das correções cambial e monetária ( Almeida, 1994 )<sup>57</sup>. Parcela expressiva do esforço de geração de fundos internos às firmas, sustentado pela calibragem altista dos mark ups desejados, foi esterilizado mediante retração dos seus níveis de endividamento praticados. Ou seja, a elevação dos mark ups, em uma tendência de virtual estagnação com amplas flutuações do produto industrial, financiou parte do ajuste financeiro da grande empresa privada.

Este ponto é enfatizado por Almeida, comentando o ajuste das grandes empresas privadas à mudança do contexto nos primeiros anos da década de oitenta:

*"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 unitário fixo causado pela retração das vendas. Foi também o mecanismo possível que a grande empresa utilizou para restabelecer os níveis de liquidez e de grau de endividamento correspondentes aos novos padrões de risco, incerteza e custo financeiro ( Almeida, 1994 )."*

A contraface desta modificação da matriz de fundos e usos desejados é a queda drástica do ritmo de crescimento dos ativos operacionais controlados pelas firmas. A manutenção da rentabilidade sobre os capitais próprios, perseguida através de um ajustamento de margens em um quadro de elevada incerteza e queda da inversão desejada, associou-se à busca do desendividamento. A retração do uso de recursos de terceiros na composição desejada das estruturas passivas das firmas, sob alta inflação, absorveu os fundos gerados internamente. Os fundos internos, que na

---

sugerem que, nos primeiros anos da década ( a despeito do impacto negativo das prefixações de câmbio e correção monetária sobre as firmas mais líquidas ). parte expressiva das grandes empresas possuíam mais ativos vinculados a taxas de juros do que dívidas financeiras ( a despeito de terem uma posição aparentemente menos líquida do que no auge expansivo da década de setenta ). Neste contexto, a sustentação de elevadas taxas de juros, inscrita na lógica do ajuste monetário do balanço de pagamentos, deve ter melhorado o resultado financeiro das empresas mais líquidas ( que possuem mais ativos financeiros indexado às taxas de juros de curto prazo do que dívidas indexadas pelas taxas de curto prazo. Este mecanismo amorteceu o impacto negativo da queda da atividade sobre a rentabilidade das grandes empresas líquidas no período, como reforçou as assimetrias, favorecendo e premiando as firmas relativamente mais avessas ao risco e possuidoras de uma melhor razão entre ativos financeiros / dívidas financeiras.

<sup>57</sup> A prefixação das correções monetária e cambial, na virada para a década de oitenta, gera um efeito "once and for all" que melhora a posição patrimonial das firmas menos líquidas e deteriora a posição dos agentes que carregassem mais dívidas indexadas do que ativos indexados. Isto porque ela impõe a desvalorização real das dívidas bancárias indexadas pelo câmbio ou pelas ORTN's. As firmas que possuíam uma elevada carteira de títulos públicos pós fixados, superior ao estoque de dívidas, foram negativamente afetadas por estas medidas. As medidas em questão, por outro lado, melhoraram a posição patrimonial das firmas com estoque de dívidas superior ao estoque de ativos financeiros pós fixados, facilitando o ajuste financeiro das firmas mais alavancadas. Ver Almeida (1994)

década de setenta serviram como base para financiar a expansão acelerada dos ativos fixos e circulantes sobre controle das firmas ( Calabi, Reiss e Levy, 1979; Filardo, 1979 ), foram canalizadas, no contexto de instabilidade crescente nos anos oitenta, para o processo de ajuste defensivo caracterizado pela introversão financeira das grandes empresas<sup>58</sup>.

Ao longo da década de noventa, simetricamente, verifica-se uma tendência de suave crescimento da participação dos recursos de terceiros na composição do financiamento das estruturas ativas das firmas. No contexto de abertura comercial e de queda drástica do nível de atividade, o grau de endividamento praticado eleva-se gradualmente. Após a estabilização, o nível de endividamento das grandes empresas privadas cresce, a despeito do fato dele não retomar ao patamar verificado na década de setenta. Pode-se especular que este resultado associa-se à performance inferior da taxa de investimento no período recente, em relação às épocas de baixa inflação e vigorosa expansão verificadas no contexto do Milagre e do II PND<sup>59</sup>. Os baixos níveis

<sup>58</sup> A expressão macroeconômica do crescimento da instabilidade, que acompanha o esforço de geração e sustentação dos megasuperávits comerciais requeridos para arcar com o serviço da dívida externa, é a retração da taxa agregada de investimento. Ver Pires de Sousa ( 1996 ). A evolução da FBKF, a preços constantes, revela a queda acentuada do investimento agregado enquanto parcela do produto ao longo dos anos oitenta e, também, a elevação do peso representado pela construção civil no conjunto do esforço de investimento total. A diminuição da taxa agregada de inversão foi sobreposta ao encarecimento relativo dos bens de capital e da construção civil. Neste contexto, a economia destinava uma parcela menor do produto nominal para a inversão e esta parcela reduzida traduzia-se em um volume físico relativamente menor de adição ao estoque de capacidade produtiva, devido ao encarecimento relativo dos bens de capital importados, nacionais e da construção civil em relação aos demais preços da economia.

A evolução dos índices de mark ups dos setores que fazem parte da indústria nacional demonstra que o encarecimento relativo do investimento, em um contexto de restrição cambial, espelha o perfil de ajuste financeiro descrito pela indústria doméstica de bens de capital. Esta indústria apresenta a maior amplitude nas flutuações dos preços relativos, possuindo os maiores índices de elevação dos mark ups na segunda metade da década de oitenta em contraste com a intensidade da queda verificada no contexto de abertura comercial. A intensidade nas flutuações dos mark ups desta indústria quando transitam de um quadro de economia fechada para economia aberta, e em resposta as flutuações do produto real, decorrem do caráter fortemente pró-cíclico de suas receitas, da elevada sensibilidade às condições de financiamento disponíveis ao setor e da defasagem tecnológica acumulada em determinados segmentos da indústria, caracterizados pelo acelerado ritmo de inovações.

Neste contexto, a FBCF enquanto parcela do PIB caiu significativamente, em paralelo ao encarecimento da unidade de investimento. A composição da taxa de inversão sofreu transformações caracterizadas pela desaceleração da inversão pública, em decorrência da crise fiscal-financeira que estrangulou a capacidade de gasto das estatais fortemente endividadas.

<sup>59</sup> A elevação dos índices de endividamento da grande empresa na década de setenta realiza-se em contextos de vigorosa expansão do investimento do setor privado. O crescimento das vendas e da inversão materializa-se, sob a ótica das firmas, na necessidade de mobilização de fundos para viabilizar a aquisição de ativos fixos e circulantes. Como a inversão traduz-se em expansão descontínua da capacidade produtiva, observa-se uma defasagem entre a desaceleração da taxa de inversão privada e a queda na demanda por fundos relativos à expansão das vendas. Estas defasagens transmitiram-se na evolução dos indicadores que captam a participação do uso de capitais de terceiros relativamente ao de capitais próprios desta classe de empresas. A queda da inversão, se a economia continua a crescer, traduz-se no crescimento do peso relativo da demanda

relativos de investimento, em comparação com os períodos citados, suavizam a pressão exercida sobre a demanda empresarial por recursos de terceiros, requerida, nos momentos de saltos da taxa de inversão, para dar elasticidade ao gasto das firmas.

As razões desta tendência ascendente do grau de endividamento nos anos noventa devem ser buscadas, antes de tudo, na reinserção aos mercados financeiros internacionais. Tal marco altera o custo dos recursos disponíveis às grandes empresas privadas possuidoras de escala suficiente para ingressar neste circuito. Este movimento "exógeno" de recuperação dos fluxos de financiamento voluntário para os países endividados aparece, para as empresas de primeira linha destas economias, como uma retração dos custos associados à captação de recursos de terceiros denominados em moeda estrangeira, ligados à evolução das condições vigentes nos mercados monetário-financeiros das principais economias desenvolvidas<sup>60</sup>.

A trajetória descrita pelos fluxos de capital, em especial pelos empréstimos em moeda, que se recuperam neste período de reinserção aos mercados financeiros internacionais, sugere que parcela da elevação dos indicadores de endividamento empresarial decorre do esforço das firmas sustentarem a rentabilidade sobre o capital próprio, através das operações de arbitragem financeira. A forte concentração das captações externas das firmas não financeiras em títulos de prazo relativamente curto,

---

por fundos requeridos para viabilizar a expansão do capital de giro relativamente a dos ativos fixos. O referido processo reflete, neste contexto, o impacto do maior ritmo de crescimento dos ativos circulantes, em relação aos fixos, na composição do perfil dos fundos demandados pelas firmas. O crescimento dos índices de endividamento das empresas, em um quadro caracterizado pela relativa desaceleração dos investimentos do setor privado, deve representar o crescimento da demanda por fundos requeridos para viabilizar a expansão do capital de giro das firmas - que continuam a crescer mesmo quando a inversão privada declinava. Segundo Calabi (1979), a evolução dos fundos usados para ampliar os ativos operacionais das empresas privadas na indústria de transformação, no período 1972 e 1975, revela a queda do peso relativo dos desembolsos com ativos fixos / ativos totais e o crescimento dos gastos com ativos circulantes / ativos totais. Neste quadro, que corresponde à desaceleração da inversão privada, deve ocorrer uma elevação da participação das dívidas de curto prazo em relação às dívidas de longo prazo demandadas, refletindo-se no perfil de prazos dos estoques de passivos retidos por estas firmas. O referido movimento, por outro lado, realiza-se no período em que decresce a participação das captações privadas no total dos fluxos de endividamento das firmas não financeiras junto ao euromercado (Cruz, 1984). A manutenção de elevados índices de liquidez, combinados à elevação dos índices de endividamento das empresas privadas no período de desaceleração da inversão, por outro lado, sugere que a opção pelo uso de recursos de terceiros, mobilizados basicamente através do endividamento bancário interno e externo e da relação com os fornecedores, realizou-se em um contexto em que o endividamento elevava a rentabilidade sobre o patrimônio, a despeito das grandes empresas disporem, via de regra, de recursos próprios líquidos que poderiam ser utilizados no financiamento da expansão das vendas.

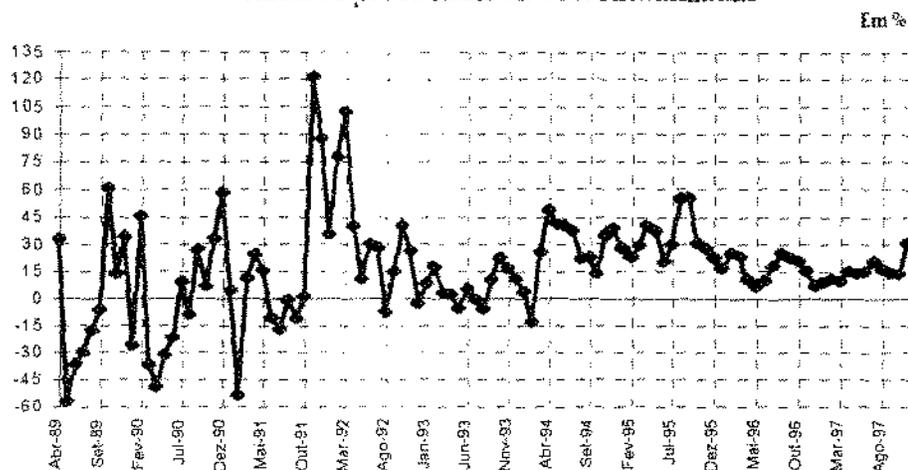
<sup>60</sup> Cabe ressaltar que a grande empresa privada de capital estrangeiro não foi submetida a um racionamento quantitativo do crédito externo equivalente ao imposto às empresas de capital nacional. Entretanto, a elevada instabilidade e volatilidade potencial das expectativas referentes à evolução do câmbio real em um regime de alta inflação geraram o crescimento do custo implícito de captar recursos denominados em moeda estrangeira. Este mecanismo afugentou estas empresas do mercado de capitais e de créditos internacionais no período marcado pela restrição cambial-financeira externa.

entre um e dois anos, sugere que a elevação dos indicadores de endividamento no princípio dos anos 90 se inscreve em um quadro de mudança na estrutura de financiamento do capital de giro e de forte elevação da arbitragem financeira comandada pelos tomadores<sup>61</sup>. No momento de crescimento expressivo das captações externas das firmas privadas, a apreciação cambial real, gerada na transição para o Plano Real, produziu um efeito de “desvalorização real” de parcela dos estoques de dívidas denominadas em moeda estrangeira. Este fenômeno deve ser responsável pela suave retração nos indicadores de endividamento das empresas privadas verificada no gráfico 7, mesmo em contextos de notável dinamismo das captações externas de recursos.

---

<sup>61</sup> Os estímulos à captação externa viabilizaram a recomposição do nível de reservas internacionais. A transição para a gestão ortodoxa de Márcio Marques Moreira, no contexto de forte crise política e fracasso da estratégia de estabilização do Plano Collor I, elevou fortemente a atratividade das operações de captação externa, mediante a introdução de uma regra de minidesvalorizações cambiais com pequeno viés para a apreciação real da moeda - inflando o coupon cambial e minimizando a incerteza decorrente das flutuações cambiais sobre a taxa de retorno das aplicações domésticas em moeda estrangeira. A volatilidade do câmbio real foi amplificada, sob alta inflação, no regime de câmbio flutuante, instituído no início dos anos noventa, no contexto do Plano Collor I. Neste período, a evolução dos diferenciais de juros internos / externos explode. A paridade coberta e descoberta das taxas de juros revelam o crescimento brutal da atratividade das operações de captação externa. Ver, sobre a evolução dos diferenciais de juros interno e externo nos anos noventa, Garcia e Barcinski ( 1996 ). A elevação da atratividade das fontes externas de financiamento sugere que o crescimento dos indicadores de endividamento empresarial devem ser acompanhados da maior participação relativa das dívidas denominadas em moeda estrangeira, no conjunto dos estoques de dívidas retidas pelas firmas. As captações de curto prazo devem ter substituído o financiamento bancário interno e devem ter financiado a aquisição de ativos financeiros domésticos. A contrapartida deste movimento deve ter sido decomposta em mudanças na estrutura do endividamento bancário, no lado passivo, e de elevação do peso dos ativos financeiros na composição do ativo circulante das firmas. No contexto de exposição da indústria à concorrência externa e elevada instabilidade do produto real e das variáveis macroeconômicas, a trajetória de elevação dos diferenciais das taxas de juros opera como fator adicional de diferenciação das firmas dentro dos respectivos mercados. O crescimento das assimetrias financeiras, entre as firmas qualificadas a operar nos mercados internacionais e aquelas que não possuem acesso aos recursos externos, refletem-se nos seus resultados não operacionais. A elevação dos diferenciais das taxas de juros afeta positivamente as firmas menos avessas ao risco que podem captar externamente, enquanto afeta negativamente aquelas que dependem do financiamento bancário doméstico e não podem captar nos mercados internacionais.

Gráfico 9  
Brasil 1991 - 1996  
Taxas de Juros Reais Ex Post Anualizadas



Fonte: Elaboração própria com base na taxa do overnight títulos públicos deflacionado pelo IGP di Centraldo.

Além disso, a volatilidade ex post das taxas de juros reais cai sensivelmente após a estabilização, como pode ser visto no gráfico 9. Esta queda traduz-se na diminuição do risco financeiro embutido nos contratos de dívida definidos em termos nominais. Na ótica privada este movimento aparece como um deslocamento para a direita da curva que revela a percepção do custo implícito associado à formação de uma unidade adicional de dívida denominada em moeda doméstica por parte das firmas, descrita no capítulo 1. Um dado nível de taxa de juros real esperada está associado a um volume mais elevado da demanda por crédito, todo o mais constante.

A análise comparada dos indicadores de rentabilidade, nos contextos de retração do produto industrial ( 1981 e 1983 ), com o desempenho das firmas privadas nas conjunturas em que a queda do produto realiza-se nos marcos de uma economia aberta ( 1990 e 1993 ), sugere a importância da mudança da regra de formação de preço sobre a capacidade das firmas gerarem os fundos internos requeridos para financiar os gastos planejados. Nos anos oitenta, a retração do produto industrial foi acompanhada pelo ajuste da grande empresa privada, que logrou preservar sua rentabilidade através do manejo dos mark ups desejados e diversos outros expedientes. No período 81/83, o universo das empresas contempladas na referida amostra obteve uma taxa de retorno médio sobre os capitais próprios da ordem de 9%. Esta cifra é inferior à média verificada em momentos de vigorosa expansão do produto, porém muitíssimo superior aos valores médios verificados no período de recessão com economia "aberta", 90-93, próximos a 0,5%.

A queda dos níveis de proteção aos mercados domésticos, que segue a liberalização comercial no início dos anos noventa, gerou uma mudança na percepção privada do custo implícito de influir no ritmo de geração de poupanças internas através

da formação de preços. O impacto da abertura comercial sobre o poder de mercado das firmas modificou estruturalmente os parâmetros balizadores das decisões empresariais de determinação do nível de alavancagem desejada.

O presente capítulo teceu considerações sobre as relações entre a trajetória descrita pelos mark ups das grandes empresas industriais, ao longo da segunda metade da década de oitenta e da primeira metade dos anos noventa e as tendências fundamentais de ajustamento de seus esquemas de financiamento.

O viés altista dos mark ups, verificado no contexto de alta inflação, economia protegida e racionamento do crédito externo (81 - 89), foi combinado à intensa retração no uso de fundos de terceiros nos esquemas de financiamento das grandes empresas. A sobreposição de reinserção financeira externa, abertura comercial e alta instabilidade (90 - 93) impôs freios ao processo de ampliação defensiva das margens, sendo paralela à reversão da tendência de queda do grau de endividamento. A combinação de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização com câmbio apreciado (94 - 98) desativou os mecanismos de ampliação defensiva e criou uma forte pressão restritiva sobre os mark ups, materializando-se em uma tendência de queda desta variável.

A mudança na percepção dos custos do endividamento e a compressão dos mark ups traduziram-se em um ajuste no mix de financiamento da grande empresa. Este foi caracterizado, entre outras dimensões, pelo crescimento dos graus de endividamento desejado.

No entanto, para aprofundar a presente discussão, é preciso enxergar mais de perto os contornos do ajustamento financeiro posto em curso no contexto de reinserção financeira externa, materializado em um novo ciclo de endividamento externo do setor industrial, na presente década. As emissões externas de dívida direta, possibilitadas pela reabertura dos mercados voluntários para os tomadores de primeira linha dos países periféricos, foram acompanhadas de mudanças centrais no ambiente econômico doméstico. A abertura comercial, ao restringir os graus de liberdade com os quais as decisões de formação de preços eram tomadas, e posteriormente a estabilização, ao reduzir os efeitos da volatilidade das variáveis nominais sobre o cálculo do financiamento desejado, possuíram influência decisiva na formatação dos esquemas de financiamento empregados. O capítulo seguinte aproxima uma lupa no processo de ajustamento financeiro das firmas que protagonizaram o ciclo recente de endividamento externo na indústria, no período 1990 - 1996.

## CAPÍTULO 4

### O endividamento externo e o ajuste financeiro - patrimonial da grande empresa industrial nos anos noventa na economia brasileira<sup>62</sup>

#### 4.1 - Introdução

Nos anos noventa na economia brasileira, os esquemas de financiamento da grande empresa industrial ajustaram-se às novas condições de custo, risco, prazo e volume dos recursos, próprios e de terceiros, disponíveis junto às fontes internas e externas. As novas condições de oferta de fundos emergiram em decorrência da reinserção da economia aos mercados financeiros internacionais ( após uma década de racionamento do crédito externo ), da abertura comercial ( que restringiu as margens potenciais de autofinanciamento das firmas oligopolistas ) e, posteriormente, da estabilização dos preços.

O ajuste do mix de financiamento posto em curso neste período de profundas transformações no ambiente competitivo engendrou a mudança na composição dos estoques de passivos das grandes empresas industriais privadas. Tal mudança materializou-se no uso mais intenso de recursos de terceiros, na maior participação das dívidas financeiras relativamente a outras obrigações não onerosas do passivo e no crescimento das dívidas financeiras denominadas em moeda estrangeira vis à vis às contratadas em moeda doméstica, além de associar-se a alterações no perfil de maturidade das dívidas.

Os custos relativos e o volume de recursos ( próprios e de terceiros ) disponíveis junto às fontes internas e externas foram alterados, por um lado, em função das profundas mudanças do ambiente financeiro externo ( Devlin, 1995 ). Eles foram afetados, por outro lado, pelo impacto da disputa concorrencial travada como decorrência da queda dos níveis de proteção efetiva ( Khume, 1995 ) e da transformação do ambiente macroeconômico doméstico. Esta pode ser sintetizada, grosso modo, pela idéia de transição de um regime de alta inflação para um quadro de estabilidade de preços ancorada na taxa de câmbio nominal. Tal guinada foi operada com forte crescimento da pressão competitiva imposta sobre a indústria em virtude da combinação de abertura com câmbio real apreciado. Este arranjo foi produzido em um quadro de forte absorção de recursos reais ( após a estabilização ) e financeiros

---

<sup>62</sup> O trabalho de classificação e organização das bases de informações primárias sobre o endividamento externo direto foi realizado em cooperação com o técnico do IPEA Giovanni Mello, que realiza projeto pessoal sobre o endividamento via bônus.

do exterior. A economia partiu de um cenário de depressão ( 1990 – 1992 ) e passou a navegar, a partir de 1994, em ritmo de stop and go da produção industrial em função das respostas das políticas domésticas aos choques financeiros exógenos.

O reequacionamento das fontes e usos dos recursos demandados insere-se em um processo de alteração do perfil dos estoques de passivos da grande empresa industrial privada. Este movimento é caracterizado pela tendência de uso mais intenso de recursos de terceiros em relação aos fundos próprios ( após uma década de progressivo desendividamento no contexto de um regime de alta inflação e economia fechada, como visto no capítulo anterior ). A elevação dos níveis de alavancagem apareceu como uma das conseqüências de longo prazo da abertura comercial sob os esquemas de financiamento das empresas industriais privadas e foi amplificada pela desativação dos mecanismos de retroalimentação da instabilidade presentes sob alta inflação. Estes eventos cruciais, abertura comercial e estabilização dos preços, alteraram as regras que governam as decisões de formação de preços das firmas industriais<sup>65</sup>. A queda dos níveis de proteção efetiva e a conseqüente perda de poder de mercado das firmas líderes, materializou-se como uma pressão restritiva sobre o nível dos mark ups praticados. A eliminação de mecanismos não tarifários de proteção comercial e a significativa redução da dispersão e das alíquotas tarifárias médias (Bauman, 1996) destruíram parcela das “quase rendas” apropriadas pelas empresas fortemente protegidas. Assim, a liberalização comercial alterou estruturalmente a avaliação das grandes empresas sobre o custo implícito e o volume de fundos potencialmente mobilizáveis pela via do autofinanciamento.

Sob a ótica da oferta de recursos de terceiros, a tendência de crescimento dos níveis de endividamento das firmas industriais decorreu da reinserção aos mercados financeiros internacionais. Este movimento foi reforçado pelas políticas domésticas de estímulos ao endividamento externo ( decorrentes da vigência de elevados diferenciais de taxas de juros / câmbio e da regulação das operações de emissão de títulos de dívida de residentes no mercado internacional ). A propensão empresarial ao endividamento elevou-se em função da queda do nível de risco financeiro associado ao carregamento de dívidas bancárias, que crescem em uma economia estável ( relativamente à propensão ao desendividamento presente em um regime de alta inflação ).

A crescente captação de recursos externos através da emissão de títulos de dívida direta nos mercados financeiros internacionais, desencadeando um novo ciclo de endividamento externo na presente década, insere-se, sob a ótica microeconômica,

como peça chave do movimento de ajustamento financeiro-patrimonial dos tomadores. Este foi centrado na mudança do perfil de custos, prazos e moedas de denominação dos estoques de passivos e do mix de financiamento das firmas industriais privadas ( entre fundos internos / externos e entre o endividamento bancário interno e o endividamento direto no exterior ).

O forte crescimento das emissões externas de bonds, commercial papers, notes e export notes, verificado ao longo da década de noventa na economia brasileira, inscreve-se em um quadro geral onde se cruzam determinantes exógenos e fatores internos à economia brasileira. A reinserção da economia aos circuitos financeiros internacionais, via investimentos de portfólio, emissão de dívida direta ou via investimento estrangeiro direto, foi expressão, pelo lado da oferta, das transformações ocorridas no sistema financeiro internacional e da mudança do estado de convenções que orienta o comportamento dos principais investidores internacionais. Esta reversão de comportamento foi verificada em um quadro de baixa absorção de fundos por parte dos agentes de primeira linha das economias desenvolvidas e de baixas taxas de juros internacionais ( Krugman, 1995; Baer, 1995 e Margarido, 1997 ).

A reinserção aos fluxos financeiros desencadeou um conjunto de respostas domésticas, a começar pela liberalização da conta capital e pelo uso ativo das políticas de câmbio e juros visando estimular a entrada de capitais externos. O estímulo à captação de fundos externos manteve-se ao longo do tempo, embora nos contextos de recursos abundantes fossem aplicados alguns filtros visando influir em sua composição de prazos e de modalidades de ingresso (Margarido, 1997, Freitas, 1998).

No que diz respeito ao endividamento externo de residentes, é amplamente sabido que a emissão de instrumentos negociáveis em mercados secundários, acompanhando uma tendência mundial, assumiu papel de destaque em relação às operações tradicionais de crédito bancário<sup>63</sup> ( Aurélio, 1997 ). O novo ciclo de endividamento externo foi realizado basicamente através da emissão de novos mecanismos financeiros negociáveis em mercados secundários: bônus, notes, commercial papers e export securities.

O presente capítulo concentrar-se-á no estudo do perfil dos tomadores de recursos externos dentro do setor industrial, sua distribuição setorial, a origem da propriedade do capital dos emissores e a evolução de algumas de suas estruturas

---

<sup>63</sup> Cabe ressaltar que os processos de liberalização comercial e estabilização com âncora cambial foram precedidos e, em certo sentido, viabilizados, na forma em que foram conduzidos, pela reinserção financeira externa.

<sup>64</sup> Para uma análise das transformações do marco regulatório das operações de emissão externa, ver: Margarido ( 1997 ).

patrimoniais. Estas serão vistas de forma articulada ao quadro concorrencial e macroeconômico da economia brasileira no período relevante. O capítulo é baseado em pesquisa primária realizada sobre a evolução das estruturas patrimoniais das grandes empresas industriais emissoras de dívida nova no período 1990 - 1996<sup>65</sup>.

#### 4.2 - As emissões externas do setor industrial no período 1990 - 1996

A análise da evolução das captações das firmas industriais na década de noventa suscita questões interessantes. Em primeiro lugar, a comparação do valor captado via títulos com outras formas de aporte de recursos externos sugere a importância relativa desta modalidade de captação<sup>66</sup>.

Ao longo do período 1990 - 1996, as firmas industriais captaram recursos, em valores acumulados, via emissão de títulos, correspondentes a US\$12,3 bilhões de dólares ( Tabela 6 ). Este montante representa cerca de 23% total captado nesta modalidade de ingresso por todos os segmentos da economia brasileira, que aproximou-se da casa dos US\$54 bilhões no período. Em 1990, quando ocorrem as primeiras emissões de dívida de firmas brasileiras, observa-se um elevado peso das captações industriais no conjunto dos fundos levantados. Estas representavam 81% dos cerca de US\$476 milhões mobilizados nos mercados externos de bônus. As operações das empresas estatais, neste ano, representaram 42% do total de dívida direta contraída pelas firmas brasileiras.

---

<sup>65</sup> Ver apêndice metodológico para mais informações sobre as fontes primárias desta pesquisa e sobre a forma de construção das informações sobre os protagonistas do endividamento externo no setor industrial.

<sup>66</sup> A relevância desta modalidade de captação para a indústria pode ser constatada a partir de uma rápida comparação com o montante dos fluxos de investimento direto estrangeiro dirigidos a segmentos industriais no período recente. No ano de 1996, no pico dos fluxos de investimento direto destinados ao Brasil na presente década, a FIRCE ( Censo de Capitais Estrangeiros ) estima que, dos US\$7,6 bilhões que ingressaram no país, US\$1,7 bilhão foram direcionados diretamente a empresas industriais. Neste ano, a emissão externa de títulos da indústria atingiu a cifra de US\$2,9 bilhões. O volume de investimento médio anual estimado para o setor industrial no período 95 - 97 correspondeu, segundo Bielshowschy ( 1998b ), a cerca de US\$23 bilhões. Desse forma, o valor captado no exterior em 1996, exclusive repasses bancários via operação 63, forneceu um potencial de cobertura aproximado de até 12% de todo o esforço de investimento planejado pela indústria em termos médios no período em tela.

Tabela 6  
Brasil 1990 – 1996  
Emissões de Dívida Direta nos Mercados Financeiros Internacionais Decompostas pela  
Atividade do Tomador

Atividade / Ano	Em US\$ 1000							Total
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
Agricultura e Pecuária	-	-	45.100	5.000	2.100	4.000	14.000	70.200
Indústria	390.262	1.346.741	1.765.520	2.979.729	1.122.215	1.632.931	2.912.550	12.149.948
Intermediação e Serviços Financeiros	-	561.559	3.106.111	4.246.450	3.205.303	5.802.746	4.852.142	21.774.311
Serviços ( Excl Financeiros )	84.095	653.300	789.514	657.876	687.675	571.562	3.790.185	7.234.207
Governo	-	-	7.127.796	-	200.000	1.241.437	1.352.192	9.921.425
Não Classificada	2.400	11.750	56.184	14.400	4.400	8.735	58.727	156.596
<b>Total</b>	<b>476.757</b>	<b>2.573.350</b>	<b>12.898.225</b>	<b>7.903.455</b>	<b>5.221.693</b>	<b>9.261.411</b>	<b>12.979.796</b>	<b>51.306.687</b>

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

À medida que o processo de endividamento em moeda estrangeira foi acelerando-se, pela consolidação da confiança dos investidores no plano externo e em resposta aos estímulos criados pelas políticas domésticas de incentivo a tomada de recursos no exterior, no plano interno, o valor global das captações da indústria, a despeito de crescer expressivamente, apresenta uma participação relativa declinante no conjunto dos fundos levantados através desta modalidade de empréstimos em moeda. A participação relativa dos fundos mobilizados diretamente pela indústria no conjunto dos títulos emitidos por residentes declina de 81% em 1990 para 52% em 1991, 13,7% em 1992 ( cerca de 30% se forem excluídas as captações da Secretaria do Tesouro Nacional em nome da República Federativa do Brasil, que correspondem a aproximadamente a 55% do total captado neste ano ), 37% em 1993, 21,5% em 1994, 17,6% em 1995 e 22,4% em 1996. A perda de importância relativa dos fluxos de endividamento direto da indústria não significa que as captações estivessem perdendo dinamismo em termos absolutos.

O valor captado pelo setor industrial, que em 1990 foi de US\$390 milhões, cresce vertiginosamente no período 90 – 93. Este atingiu a cifra de US\$2.972 milhões no último ano do triênio. No ano de 1994, o valor dos fundos levantados externamente cai para todos os segmentos relevantes ( indústria / serviços não financeiros / serviços financeiros ), atingindo, para a indústria, o montante de US\$1.122 milhões<sup>67</sup>. Em 1995 e 1996 o volume de recursos captado pela indústria volta a crescer a taxas expressivas, de 45% e 78% ao ano, respectivamente.

<sup>67</sup> A queda das emissões em 1994, cujas razões serão abordadas posteriormente com mais profundidade, está associada, por um lado, ao excepcional desempenho dos fundos internos às firmas, neste ano de forte expansão do produto, após um intenso processo recessivo no início da década. Este fator foi combinado, por outro lado, ao impacto das incertezas sobre o futuro da economia, decorrentes da preparação de um novo plano de estabilização, em particular no que tange a nova política cambial - o que inflou o componente do custo implícito das emissões associados ao risco cambial - afugentando parcela dos emissores dos mercados externos.

### 4.3 - Dinamismo interno e captações externas

A largada do ciclo recente de endividamento externo foi dada em um quadro doméstico de retração fortíssima do produto industrial e baixíssimo nível dos investimentos. A partir de setembro / outubro de 1991, as captações externas passam a ser estimuladas, sob alta inflação, pela introdução de uma regra que indexava informalmente a taxa de câmbio nominal a um índice de preços doméstico, através de minidesvalorizações periódicas ( Margarido, 1997 ). Esta política visava garantir estabilidade ex post para a taxa de câmbio real. Desta forma ela minorava os elevados níveis potenciais de risco cambial presentes em alta inflação, e inflava, através de um pequeno viés para a apreciação real da moeda nacional, o coupon cambial. Simultaneamente era praticada uma política de elevadas taxas de juros internas, como pode ser visto no gráfico 9 do capítulo 3.

A recuperação doméstica, que rebate na necessidade de financiamento do capital de giro das firmas, foi combinada à um mix de políticas de câmbio / juros fortemente estimulador do endividamento externo. Este quadro espelhou-se na grande expansão das captações externas de fundos do setor industrial em 1993, que cresceram 68% relativamente a 1992. O impulso ao endividamento externo, dada a recuperação do produto industrial, esteve associado ao ajuste no mix de financiamento da expansão das vendas e do capital de giro, combinado à busca de ganhos de arbitragem financeira<sup>68</sup>.

A tabela 7 apresenta a taxa de crescimento do produto industrial por categoria de uso ao longo da década de noventa

Tabela 7  
Brasil 1990 - 1997  
Taxas anuais de Crescimento da Produção Física por Categorias de Uso

Ano / cat. de uso	Indústria Geral	Bens de capital	Bens Intermediários	Bens de Cons. Durável	Bens de Cons. N Dur.	Em %
90	-10,05	-16,40	-9,67	-6,87	-5,43	
91	-2,61	-1,28	-2,25	4,66	1,82	
92	-3,73	-6,86	-2,44	-13,02	-3,84	
93	7,38	10,21	5,47	27,74	6,69	
94	7,87	18,79	6,61	15,57	2,22	
95	1,57	-0,30	-2,74	10,24	4,08	
96	1,77	-14,19	5,84	16,22	3,29	
97	3,87	4,66	4,52	2,84	0,66	

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE.

<sup>68</sup> A intensa retração do produto industrial, combinada à queda dos níveis de proteção efetiva dispensados à indústria nos primeiros anos da década de 90, gerou resultados negativos entre 1990 e 1992, que corroeram a capacidade das firmas de financiar a expansão das vendas com fundos próprios líquidos.

A análise do desempenho da produção industrial demonstra a existência de um intenso processo recessivo nos três primeiros anos da década de noventa. Neste período o produto industrial se retraiu fortemente, 10% em 1990, 2,8% em 91 e 3,7 em 92. A partir de 1993, inicia-se uma recuperação. Esta foi acelerada fortemente em 1994 pelos efeitos expansivos associados à estabilização, entre os quais figuram os decorrentes da recomposição do crédito pessoal sobre o consumo de duráveis. O período 95 - 96, sob impacto da crise mexicana e das políticas monetárias restritivas, aplicadas visando estancar a fuga de capitais, revela uma desaceleração do ritmo de crescimento, inferior aos 2% ao ano em média. A taxa de crescimento do produto industrial em 1997 apresentou uma suave recuperação, passando para 3,8% ao ano. Deve-se frisar que a indústria de bens de consumo durável sustentou taxas altíssimas de crescimento ao longo de todo o período 93 - 96, ainda que desacelerando fortemente dos 27% e 22% de expansão anual em 1993 e 1994 para os 10% de 1995 e 16% de 1996. Este desempenho contrasta com o baixo dinamismo tendencial esboçado nos segmentos de bens intermediários e de capital.

O processo de endividamento desencadeado no período 1990 - 1992 esteve aparentemente descolado do movimento descrito pela inversão e pelo produto real. Ele representou essencialmente um movimento de ajustamento financeiro visando alavancar fundos de curto prazo para realizar ganhos de arbitragem com taxas de juros, alterar a estrutura de financiamento do capital de giro ( em um quadro de queda das disponibilidades internas de autofinanciamento decorrentes da retração do produto e dos mark ups ), substituir dívidas bancárias internas por dívidas externas e, marginalmente, alongar o perfil de prazos de parte das obrigações financeiras.

A recuperação das vendas sob alta inflação, em 1993, refletiu-se na melhoria dos resultados operacionais ( porque eleva-se o nível de utilização de capacidade ) e financeiro das firmas. Este apresenta melhora em virtude do maior ritmo de giro dos estoques. O crescimento da velocidade de circulação dos estoques, em um regime de alta inflação, inflava as receitas financeiras decorrentes do float dos recursos de custo zero presentes no passivo das empresas ( folha de salários, fornecedores, impostos e contribuições não perfeitamente indexados, etc. ).

As captações externas, a partir de 1993, devem refletir, por outro lado, um movimento suave de crescimento do investimento em modernização. O delineamento de algum esforço de investimento, detonado sob pressão da abertura comercial, esboçou-se timidamente, após o período de taxa de inversão fortemente deprimida no triênio 1990 - 1992, no quadro de recuperação do produto, em 1993. Este movimento ganhou fôlego no período 94 - 97. Apesar de não retornar para patamares significativamente superiores aos valores médios da década de oitenta, este

movimento revela a recuperação parcial, ainda que modesta, dos planos de investimento da grande empresa. Neste período, a queda dos preços relativos de máquinas e equipamentos e a melhora da relação produto / capital incremental facilitaram a expansão de capacidade ( Bielchowsky, 1998b; Souza, 1995 ). A despeito dos menores requisitos financeiros de implementação da safra de investimentos industriais verificados no período, a elevação da taxa de inversão verificada não parece ter sido capaz de assegurar uma trajetória sustentada mais forte de expansão da produção doméstica. Entretanto, o modesto esforço de inversão empreendido rebate sobre o perfil dos fundos demandados pelas grandes empresas.

Para aprofundar a discussão acima é de grande utilidade a desagregação das captações externas da indústria segundo categorias de uso ( Tabela 8 ).

Tabela 8  
Brasil 1990 - 1996  
Captações do Setor Industrial Decompostas por Categoria de Uso

categoria de uso	origem k	Em %							
		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Total
bens de consumo durável	Estrangeira	0,0	2,0	14,6	1,2	1,7	2,8	2,2	3,7
	Nacional	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1
<b>BCD Total</b>		<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>14,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>
bens de consumo não durável	Estrangeira	1,8	2,8	3,5	9,6	15,2	18,9	9,2	9,4
	Nacional	0,0	0,2	8,3	0,8	0,6	8,4	2,1	3,1
<b>BCND Total</b>		<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>11,8</b>	<b>10,3</b>	<b>15,8</b>	<b>27,3</b>	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>
bens intermediários	Estatal	51,2	52,6	16,4	32,9	0,0	7,4	5,2	20,2
	Estrangeira	25,2	28,4	29,1	20,1	12,1	16,6	25,5	22,6
	Nacional	0,0	0,3	21,9	28,3	28,0	17,6	40,8	24,9
<b>BI Total</b>		<b>76,4</b>	<b>81,3</b>	<b>67,4</b>	<b>81,3</b>	<b>40,1</b>	<b>41,6</b>	<b>71,4</b>	<b>67,6</b>
bens de capital	Estrangeira	19,2	8,2	3,2	0,7	16,3	20,3	3,3	7,2
	Nacional	2,6	5,5	2,7	6,5	26,2	7,9	11,7	9,0
<b>BK Total</b>		<b>21,8</b>	<b>13,6</b>	<b>5,9</b>	<b>7,2</b>	<b>42,4</b>	<b>28,2</b>	<b>15,0</b>	<b>16,1</b>
<b>Total Global</b>		<b>100</b>							

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bonús, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCT - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

A análise combinada das Tabelas 7 e 8 revela que a indústria de bens de consumo durável, a mais dinâmica em termos de expansão da produção e dos investimentos ( Bielchowsky, 1998a; Laplane e Sarti, 1997 ), teve uma participação desprezível na captação de recursos via empréstimos diretos no período 1990 - 1996. Este resultado sugere que o miniboom de produção e, defasadamente, de investimentos, verificado neste segmento da indústria ( marcadamente na automobilística ) esteve associado basicamente ao elevado ritmo de retenção de fundos internos que financiaram a expansão do capital de giro e do capital fixo.

Com efeito, conforme visto no capítulo anterior, o mix de financiamento do setor automobilístico esteve fortemente condicionado pela evolução de amplas margens de autofinanciamento. Os indicadores de rentabilidade / patrimônio para uma amostra de empresas do setor atingiu cerca de 17% em média no triênio 95 - 97, contra a média de -0,7% no biênio 92-93 ( Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Bielchowsky, 1998b ). A despeito da compressão dos mark ups, a expansão acelerada

do setor materializou-se em níveis expressivos de rentabilidade já no período 93 - 95. No período posterior a 1995, marcado pela introdução do regime automotivo brasileiro e pela rápida expansão das vendas, a trajetória de queda dos mark ups das montadoras, decorrentes da abertura comercial, é revertida. Estes, que haviam caído 16,5% no período 1990 - 1995, crescem cerca de 9%, entre dezembro de 1995 e dezembro de 1996<sup>69</sup> ( De Negri, 1998; Pereira e Carvalho, 1998 ). O crescimento dos mark ups neste período associa-se à elevação dos níveis de proteção efetiva. Esta havia sido fortemente reduzida ao longo do processo de abertura, transitando de um patamar de 129,8% em julho de 1993 para um nível de 44,6% em dezembro de 1994. Após uma trajetória de queda no início da década, os níveis de proteção efetiva saltam para o patamar de 270%, no contexto de implementação do regime automotivo brasileiro ( Khume, 1995 ).

O reajuste altista dos mark ups, em um contexto de elevação da proteção, operou como força adicional ampliando a rentabilidade do setor. Estimativas dos impactos redistributivos do regime automotivo revelam que a variação do “excedente do produtor”, decorrente da reversão tarifária ( que aumentou as alíquotas do imposto de importação de automóveis e reduziu a alíquota média de autopeças ), em valores acumulados no período de vigência do programa, 1996 - 1999, eqüivale à transferência aproximada de US\$25 bilhões dos consumidores para as grandes montadoras ( De Negri, 1998 ). Os investimentos programados e pactuados pela indústria para o período 1996 - 1999, no âmbito do regime automotivo, correspondem a cerca de US\$19 bilhões ( Tabela 9 ). Estas informações revelam que a recomposição de níveis expressivos de proteção, com o regime, inflou o peso potencial do autofinanciamento no mix de financiamento da expansão planejada pelas montadoras.

---

<sup>69</sup> A variação citada foi calculada pela média dos índices de mark up para os anos de 1990 e 1995 e para o último trimestre do ano de 1996 relativamente ao último trimestre de 1995.

**Tabela 9**  
**Usos e Fontes dos Investimentos Previstos no Setor Automotivo Brasileiro no Período**  
**1996 - 1999 - (Lei nº 9.449)**

<b>USOS</b>	<b>%</b>	<b>FONTES</b>	<b>%</b>
<b>1 - Investimento Fixo</b>	<b>67,05</b>	<b>Ativo Fixo</b>	<b>67,05</b>
1.1 - Máquinas e equip. nacionais	32,12	1 - Recursos próprios	58,86
1.2 - Máquinas e equip. importados	19,77	1.1 - Internos	56,11
1.3 - Outras imobilizações	15,16	1.2 - Externos	2,75
		2 - Recursos de Terceiros	8,19
		2.1 - Internos	6,04
		2.2 - Externos	2,15
<b>2 - Capital de giro</b>	<b>32,95</b>	<b>Capital de Giro</b>	<b>32,95</b>
		1 - Recursos próprios	19,51
		1.1 - Internos	18,82
		1.2 - Externos	0,69
		2 - Recursos de Terceiros	13,44
		2.1 Internos	8,52
		2.2 Externos	4,92
<b>Total (US\$ Milhões)</b>	<b>19347,9</b>		<b>19347,9</b>

Fonte: De Negri, 1996

É bastante ilustrativa, a respeito, a composição do financiamento desejado dos investimentos pactuados no regime automotivo brasileiro (Tabela 9). A participação dos fundos próprios, internos e externos (referentes ao estoque de ativos financeiros domésticos em carteira, combinados aos fluxos esperados de lucros a serem gerados ao longo do cronograma de implementação dos projetos e ao aporte de capital, via investimento estrangeiro direto), atinge a expressiva marca de 79% da inversão programada em ativos fixos e circulantes. Deste total, os recursos próprios internos, que representam lucros retidos nas operações realizadas no país, correspondem a cerca de 76% do total do desembolso previsto. O investimento direto novo representa apenas 3% dos desembolsos planejados, e os recursos de terceiros externos destinados para financiar o capital fixo representam apenas 2,7% do total. Os empréstimos externos canalizados para o financiamento do capital de giro correspondem a 8,52% dos gastos totais previstos<sup>70</sup>.

Outra tendência, não mostrada nos quadros acima, diz respeito à participação crescente de emissão de títulos de dívida nos mercados financeiros internacionais por bancos e agentes financeiros controlados pelas grandes montadoras visando o repasse para financiar o consumo. Neste processo, a expansão das vendas de duráveis rebate no endividamento externo indiretamente, através das operações dos intermediários financeiros. O grupo financia o consumo baseado em "funding" externo de curto e

<sup>70</sup> O maior peso relativo do endividamento externo a ser realizado visando financiar os ativos circulantes, em relação aos ativos fixos, revela uma maior aversão ao risco de contratação de créditos externos de maior prazo de maturação.

médio prazo e maximiza os ganhos financeiros de curto prazo. Isto porque ele pode se apropriar de parte do diferencial das taxas de juros domésticas e externas, ao mesmo tempo que melhora as condições de oferta do crédito ao consumo. Esta rebate na demanda por automóveis, altamente sensível às condições de financiamento, transferindo o risco cambial para o demandante final.

De qualquer forma, sob a ótica da discussão em curso, o ponto relevante diz respeito à relação entre a disponibilidade de autofinanciamento e o desempenho das captações de recursos nos mercados financeiros internacionais. Os segmentos mais dinâmicos do ponto de vista do crescimento do produto e da inversão não foram os tomadores mais relevantes de fundos externos no período 90 - 96. O esquema de financiamento dos investimentos planejados, em um quadro específico de grande dinamismo da produção e reversão do processo de abertura comercial, no contexto do regime automotivo, permitiu que os planos de expansão do capital fixo e circulante da indústria automobilística pudessem ser implementados com grande autonomia em relação às fontes externas de recursos.

A indústria de bens de consumo intermediário, segmento duramente afetado pela abertura comercial ( com diminuição expressiva dos mark ups no quadro de queda da proteção efetiva ) e que teve taxas relativamente modestas de expansão da produção no biênio 93-94, apresentou um elevado dinamismo nas captações externas, sendo responsável por aproximadamente 70% dos fundos levantados entre 1990 e 1996. A sua participação no valor captado pela indústria não foi nunca inferior a 40% do total levantado externamente. O referido contraste sugere que os segmentos para os quais os investimentos em modernização são relativamente mais importantes para a preservação das posições de mercado das firmas líderes com a abertura comercial, que cresceram menos intensamente, e, portanto, que dispõem de menores margens potenciais de autofinanciamento, talvez tenham que buscar fundos externos em intensidade superior aos que crescem mais e foram relativamente menos expostos à competição externa, ( e dispõem de elevadas margens potenciais de autofinanciamento ), na composição do "funding" dos projetos de inversão.

A desagregação setorial ( Tabela 17, em anexo ) mostra que os setores industriais mais dinâmicos nas captações externas foram os setores de papel e gráfica ( especialmente o segmento produtor de celulose ), cujo valor acumulado das captações atingiu 1,5 bilhões de dólares entre 1990 e 1996. Este foi seguido pelos setores de petróleo e gás e extrativa mineral, fortemente influenciados pelas captações da Petrobrás e Vale do Rio Doce. A análise combinada das captações setoriais e da evolução dos estoques de dívidas externas demonstra que parte das dívidas foram refinanciadas no intervalo entre 1990 - 1996, de forma que o valor acumulado dos

fundos tomados excede a variação dos estoques de dívidas externas carregadas pelas firmas ( ver Tabela 18 em anexo )<sup>71</sup>.

A indústria siderúrgica ( capitaneada pelo movimento de empresas com forte tradição exportadora - como CSN e Tubarão, por exemplo ), que captou US\$170.000 em 1993, ingressa fortemente no mercado externo em 1996 ( após a consolidação do programa de privatizações do setor ). Neste ano ela tomou US\$359.000, equivalentes a 12% dos fundos captados pela indústria de transformação.

A indústria de bens de capital, no biênio 93-94, quando a produção industrial se recupera, crescendo 10% e 19% sucessivamente, eleva sua participação nas captações globais da indústria de 5% em 1990 para 42% em 1994 ( provavelmente associado ao financiamento do capital de giro sobre acicate da pressão competitiva embutida nos suppliers credits dos concorrentes externos ). O elevado peso relativo das emissões realizadas pela indústria doméstica de bens de capital não reflete a participação desta indústria no produto industrial e nem revela um especial dinamismo do setor ( salvo em segmentos localizados como o de material para telecomunicações e energia elétrica ). Antes o contrário, o dinamismo das captações de determinados subsegmentos da indústria produtora de bens de capital representa o esforço reativo de algumas firmas líderes visando preservar market share. Este foi fortemente ameaçado em virtude da elevada sensibilidade das vendas deste setor às condições de financiamento dos demandantes, em um quadro em que a abertura comercial, apreciação cambial e os elevados diferenciais das taxas de juros interna e externa exerceram uma força em favor do vazamento da demanda doméstica de máquinas e equipamentos para o exterior ( Rezende e Anderson, 1999 ). No que diz respeito às captações realizadas pela indústria de bens de capital, cabe ressaltar o peso significativo representado pelo segmento privado nacional. Este superou sistematicamente as captações realizadas pelas firmas de capital estrangeiro, à exceção do ano de 1995.

A indústria de fabricação e manutenção de máquinas e tratores apresentou um volume relativamente constante de fundos demandados, situados na faixa dos US\$70 milhões anuais ao longo do período e saltando para a expressiva cifra de US\$359 milhões em 1996, montante equivalente a 12,3% do total captado pela indústria neste ano<sup>72</sup>.

<sup>71</sup> Ver: "Bônus da AL ajudam a pagar dívida: captação já bateu recorde anual, mas passivo não cresceu na mesma proporção", Gazeta Mercantil, 6 de setembro de 1996.

<sup>72</sup> A agregação quanto à categoria de uso foi realizada a partir da classificação setorial dos tomadores realizada de acordo com a CNAE a 3 dígitos, enquanto os valores listados acima agregam os setores de acordo com o Setor Matriz 80. A partir destes níveis menores de desagregação, a transição dos setores para a categoria de uso não pode ser feita diretamente ( dentro de alguns setores listados acima são encontrados produtores de bens que foram classificados em distintas categorias de uso ). Por exemplo,

A indústria de Bens não Duráveis de Consumo teve uma participação modesta no conjunto das captações externas. As emissões deste segmento corresponderam a parcela desprezível do total tomado pelo setor industrial entre 90 e 91, cerca de 2%. No período 92 e 93 esta participação sobe para aproximadamente 10%, crescendo expressivamente entre 94 e 95, 15% e 27% do total dos fundos levantados respectivamente. Em 1996, o peso relativo das emissões da indústria de Bens não Duráveis de Consumo recua para cerca de 11% do total mobilizado pela indústria. Neste segmento a esmagadora maioria das operações foi realizada pelas firmas de capital estrangeiro.

Cabe destaque para o desempenho da indústria de outros produtos alimentares, que salta do patamar de US\$37 milhões captado em 1993 para o valor de US\$150 milhões levantados em 1994, US\$237 milhões em 1995 e US\$206 milhões em 1996, passando de uma participação relativa de 1,48% em 1993 para um patamar de 13,4% e 14,5% em 1994 e 1995 respectivamente. Este comportamento ascendente das captações acompanha, a partir de 1994, a expansão do mercado interno, impulsionada pelos efeitos redistributivos da estabilização, que desencadeou um surto de fusões e aquisições no setor. Isto porque as estratégias de ingresso de novos players neste mercado, caracterizado por baixos níveis de economias de escala e de tecnologia acessível, envolveram a aquisição de capacidade produtiva já instalada ( comprando firmas de menor porte financeiramente estranguladas ), dado que as barreiras à entrada decorrem de um esforço de diferenciação do produto via marca e rede de distribuição. Neste contexto de intensa transferência patrimonial, parcela das emissões de bônus, principalmente as realizadas por grandes grupos estrangeiros ( Parmalat é a maior tomadora ) pode estar financiando os processos de fusões e aquisições em curso no setor a partir de 1994 ( Rodrigues, 1999 )<sup>73</sup>.

Para concluir o exame das relações entre dinamismo interno e captações externas, é de grande utilidade comentar as conclusões de Bielchowsky ( 1998a ) acerca dos determinantes das decisões de formação bruta de capital fixo no setor industrial, no contexto de abertura comercial e apreciação da taxa de câmbio real. Segundo o autor, nas novas condições de concorrência impostas pela abertura

---

entre os tomadores da indústria de bens de capital encontram-se empresas classificadas no setor de Fabricação de Aparelhos e Equipamentos de Telefonia e Radiofonia, junto a CNAE 3 dígitos. A classificação a 2 dígitos que engloba este setor é a de fabricação de aparelhos e equipamentos de material eletrônico, que engloba um conjunto de itens classificados no universo dos bens de consumo durável.

<sup>73</sup> Cabe mencionar que as indústrias de fabricação de minerais não metálicos, fabricação de produtos farmacêuticos, fabricação de elementos químicos não petroquímicos, fabricação de aparelhos e equipamentos de material elétrico, fabricação de caminhões, automóveis e ônibus, óleos vegetais, produtos metalúrgicos, transformação de matéria plástica foram responsáveis por captações acumuladas que variaram de 390 a 150 milhões de dólares no período 90 - 96. Outra dimensão a destacar diz respeito

comercial, parte do estoque de capacidade produtiva do setor industrial deixou de poder operar de forma rentável. Neste quadro, a eficiência marginal do investimento em “modernização”, que consegue recuperar o uso rentável do estoque de capacidade velho, cresce subitamente ( a eficiência marginal deste investimento supera a taxa de retorno média obtida pelas firmas ). O investimento em modernização, ao tornar viável o uso de capacidade que não poderia ser aproveitada sob as novas condições de concorrência, possui sua eficiência marginal dilatada em função da preservação do estoque de riqueza acumulada. Esta seria ao menos parcialmente destruída na ausência de ajustamentos redutores de custos.

Nestas condições, em que o esforço de investimento foi desencadeado essencialmente visando recompor os patamares de rentabilidade do estoque de capital ( corroida pela combinação de abertura comercial e apreciação cambial ), o uso de recurso de terceiros na composição do “funding” desejado dos projetos deve ser relativamente mais intenso do que seria esperado, *ceteris paribus*, em um investimento tipicamente de expansão ( que só é desencadeado em presença de altos níveis de utilização da capacidade instalada, o que, *ceteris paribus*, eleva a rentabilidade sobre o capital próprio e amplia a disponibilidade de fundos internos potencialmente canalizáveis para a acumulação interna<sup>74</sup> ). Neste sentido, a participação expressiva de segmentos produtores de Bens Intermediários e Bens de Capital nas emissões de bônus externos, pode decorrer, em parte, da natureza distinta das respostas concorrenciais dadas ao cenário de queda da rentabilidade e do esforço de investimento em curso<sup>75</sup>.

---

ao elevado nível de concentração das emissões em um universo restrito de poucas grandes empresas ( ver tabela 26 em anexo estatístico ).

<sup>74</sup> É evidente, entretanto, que a distinção entre investimentos em modernização e expansão é apenas uma estilização teórica, visando frisar o objetivo central que motiva a inversão. Na prática, entretanto, os movimentos de modernização do estoque de capacidade velha, além de deslocar a curva de custos das firmas, geralmente envolve alguma expansão da capacidade de produção da planta. O ponto, sob a ótica da discussão do financiamento, é que mesmo segmentos que operem com amplas margens de capacidade ociosa não planejada podem, sob pressão competitiva imposta pela abertura comercial, tomar decisões de investimento voltadas à redução de custos ( e elevação da rentabilidade do estoque de capital ). Neste quadro, como o investimento é desencadeado em presença e em função de resultados operacionais negativos, o esquema de *funding* desejado envolve, *ceteris paribus*, um maior nível de alavancagem financeira do que seria obtido se a decisão de investimento fosse tomada em condições de elevada rentabilidade e expansão da utilização de capacidade.

<sup>75</sup> O mix de financiamento mais intenso no uso de recursos de terceiros pode decorrer de diferenças tecnológicas, de cunho setorial, referentes à relação produto/capital incremental. Para os segmentos mais fortemente capital intensivos, a ampliação da produção, em condições de escala eficiente, pode supor saltos descontínuos na capacidade produtiva, requerendo maiores aportes iniciais para viabilizar a implementação dos projetos, necessitando maior participação de recursos de terceiros relativamente a projetos que envolvem desembolsos iniciais menores.

#### 4.4 - Prazo e taxas das emissões externas da indústria

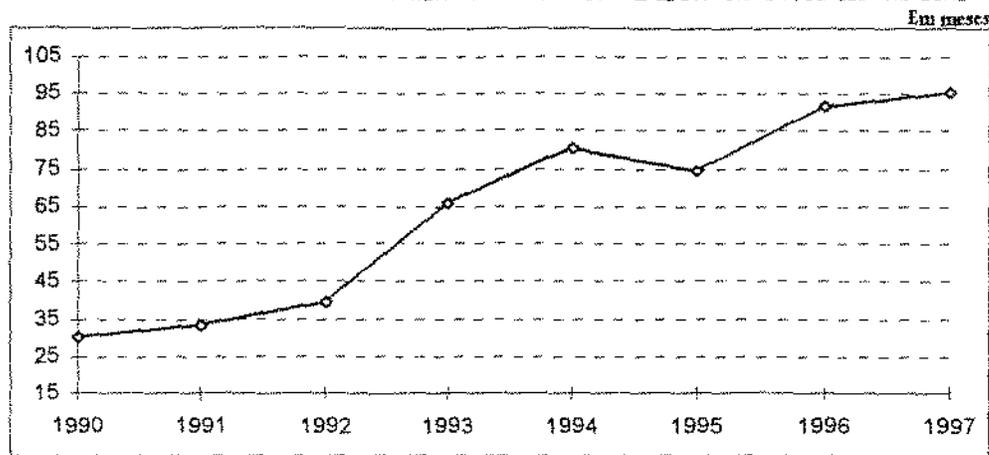
No início dos anos noventa, as decisões de carteira das grandes empresas foram caracterizadas por um forte comportamento defensivo, em um quadro de elevada instabilidade do contexto econômico, conforme discutido nos capítulos anteriores. Em paralelo, o processo de crescimento dos fluxos de financiamento privado direcionados para a economia brasileira introduziu maiores graus de liberdade no manejo da restrição externa, permitindo à economia recompor um nível significativo de reservas internacionais.

Sob a ótica das grandes firmas industriais, espremidas pela recessão e pela pressão concorrencial advinda da abertura comercial, o acesso a recursos de curto prazo junto ao mercado financeiro internacional mostrava-se como alternativa de recomposição da rentabilidade. Neste contexto, o perfil dos recursos mobilizados pelo setor industrial corresponde a um esforço reativo de minimizar o impacto da recessão e das taxas de juros reais elevadíssimas sobre seus resultados operacionais. As captações, neste momento, não estão coladas às decisões de investimento. Neste quadro, o endividamento externo do setor privado industrial concentrou-se em obrigações de curta maturação, em um movimento que combina a substituição do mix de financiamento doméstico do capital de giro por fontes externas, à busca de receitas financeiras líquidas alavancadas pela arbitragem com as taxas de juros internas e externas.

A evolução do prazo médio das captações do setor industrial demonstra que o primeiro impulso ao endividamento, no biênio 1990 – 1991, esteve associado a operações que não decorriam da escassez de fundos de longo prazo para “fundiar” os programas de investimento. As captações cresceram em um contexto de depressão da taxa de formação bruta de capital fixo e de aguda retração do produto industrial. Neste cenário, as firmas iniciaram o ajuste no mix de financiamento de seu capital de giro, que se expressou em uma tendência, a ser continuada ao longo da década, de mudança da composição do endividamento. Esta desdobrou-se na elevação do peso das dívidas denominadas em moeda estrangeira nos estoques de dívidas financeiras retidas em carteira. O endividamento externo de curto prazo das firmas industriais visava apropriar-se dos rendimentos decorrentes dos diferenciais das taxas de juros doméstica e externa ( seja pela substituição de dívida bancária interna por dívida direta externa, seja pela elevação do estoque de ativos financeiros retidos em carteira )<sup>76</sup>.

<sup>76</sup> A atividade especulativa pode ser definida como a busca de ganhos de arbitragem ao longo de dois instantes de tempo, envolvendo a formação de posições patrimoniais descasadas, no que diz respeito à

Gráfico 10  
 Brasil 1990 – 1996  
 Prazo médio das Emissões de Títulos de Dívida Direta do Setor Industrial



Fonte: Média ponderada pelo valor de cada emissão. Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica a Secretaria da Receita Federal. Os dados para 1997 referem-se apenas aos registros realizados no primeiro trimestre.

O crescimento das captações externas de recursos, via emissão de bônus, inscreve-se em um movimento de ajuste patrimonial das firmas industriais às novas condições de custos, prazos e volume dos fundos ( próprios e de terceiros ) disponíveis às grandes empresas. Este movimento se espelha no perfil dos fluxos de recursos mobilizados junto às fontes internas e externas.

O gráfico 10 ilustra o processo de crescimento expressivo dos prazos dos recursos captados através da emissão de títulos de dívida por parte do setor industrial. O prazo médio das captações realizadas pela indústria passa de 30 meses em 1990, 34 em 1991 e 40 meses em 1992 ( a esmagadora maioria destas operações envolvia o desembolso de juros e do principal em uma única parcela, após o vencimento, predominantemente de curto período de maturação ), para 66, 80, 74 e 92 meses em 93, 94, 95 e 96 respectivamente. Este processo de crescimento do volume combinada à extroversão da maturidade dos fundos demandados responde à consolidação da confiança dos investidores externos, sob a ótica das condições de oferta, e à recuperação do esforço de investimento em modernização a partir de 1993, pelo lado da demanda. Tal movimento foi acelerado especialmente após o fechamento do acordo para a securitização dos estoques de dívida velha nos moldes do Plano Brady, em

---

estrutura de prazos ou em relação às moedas de denominação dos ativos e passivos. Neste sentido, as captações de curto prazo visando realizar ganhos de arbitragem apresentam a curiosa característica de serem operações de curto prazo que, entretanto, por serem sujeitas aos prazos mínimos impostos pela FIRCE, excediam o prazo médio de maturação dos ativos financeiros domésticos emitidos. Nestes contextos pode-se dizer que as firmas em questão captavam recursos de curto prazo e aplicavam no "curtíssimo prazo".

março de 1994, e após o lançamento do Plano Real, em agosto do mesmo ano (Margarido, 1997).

O crescimento dos prazos dos fundos captados entre 1990 - 1996 reflete, também, a introdução da regra de minidesvalorizações cambial, a partir de outubro de 1991 (Margarido, 1997). Este movimento foi reforçado pelo impacto da crescente confiança na estabilização e na gestão da política cambial do Real, a partir de 1994. Ele foi alimentado pela trajetória de queda suave das taxas de juros domésticas de curto prazo ( que diminui o espaço para arbitragem juros / câmbio ), e pelo crescimento suave dos investimentos no setor industrial, após a paralisação absoluta no período 90 - 92. A queda relativa da atratividade das operações de arbitragem, espelhou-se em uma progressiva mudança na composição dos prazos dos fundos demandados.

Tabela 10  
Brasil 1990 - 1996  
Perfil de Prazo das Captações do Setor Industrial

prazo - meses	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
6 - 24	94,4	58,5	27,6	3,7	0,0	6,1	1,8
25 - 36	0,0	22,2	47,8	15,2	8,0	15,8	1,8
37 - 48	0,0	0,0	0,5	6,0	2,3	6,6	0,4
49 - 60	0,0	19,3	17,4	43,8	27,3	7,3	2,4
61 - 80	0,0	0,0	1,7	2,8	1,0	2,8	8,4
81 - 100	0,0	0,0	2,9	18,2	59,5	59,0	76,4
100 - 150	0,0	0,0	2,2	10,2	2,0	2,5	8,8
> 150	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>						

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

A tabela 10 decompõe as captações do setor industrial pela estrutura de prazo de amortização dos contratos. Conforme pode ser visto, a partir de 1993 o perfil das captações é alterado com a perda de predomínio das emissões de curto prazo. Neste ano apenas 18,7% dos fundos mobilizados correspondem a operações de até 36 meses, com mais de 70% das operações sendo realizadas a prazos superiores a 50 meses. Entre estas, 43% possuíam de 49 a 60 meses para amortizar o principal.

No ano de 1994, mais de 90% das captações apresentaram vencimento em períodos superiores a 40 meses, sendo que 59% do total possuía prazos superiores a 80 meses. A transformação do perfil de prazos dos fundos captados combinou-se à mudança da distribuição das taxas de referência das emissões de bônus. O alargamento dos prazos associou-se a uma maior participação relativa das emissões com taxas fixas. A evolução da estrutura de maturidade dos contratos sugere, por outro lado, uma transformação na composição do uso dos fundos, com a diminuição

relativa dos empréstimos motivadas pela busca direta de ganhos de arbitragem, via aquisição de ativos financeiros. Conforme visto, estes foram, ao menos parcialmente, substituídos por operações externas visando “fundiar” novos projetos de inversão e ou alterar o perfil de custos e prazos dos estoques de passivos velhos.

Não obstante, a crise mexicana de dezembro de 1994, após a elevação defensiva das taxas de juros domésticas, provocou uma elevação das emissões de curto vencimento, até 24 meses<sup>77</sup>. Além disso, a crise externa promoveu a retração dos prazos médios dos recursos contratados. Estes foram encurtados em virtude da deterioração da percepção de risco dos investidores em contextos de maior incerteza e instabilidade internacional. Neste quadro dilata-se o prêmio de risco cobrado para as operações de maior prazo ( Carta da Sobeet, 1997 ).

Já em 1996, os prazos voltaram a alongar-se, confirmando a tendência anterior e sugerindo a vigência de um processo de transformação do esquema de usos dos fundos externos. As emissões da indústria foram realizadas predominantemente através de operações a taxas fixas. Estas emissões totalizaram cerca de 63% dos valores acumulados das captações entre 1990 - 1996. Em 1990, a totalidade dos fundos captados diretamente pelo setor industrial foi contratada a taxas flutuantes. No biênio 1991 - 92 esta participação se reduziu para 47% e 48% respectivamente.

Tabela 11  
Brasil 1990 - 1996  
Emissões de Dívida Externa Direta da Indústria  
Decompostas pelas Taxas de Referência

Tx de Juros / Ano	Em %							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Total
Taxa Fixa	0,0	52,6	51,2	72,0	55,8	62,4	74,1	62,2
Libor US\$ 6 Meses	100,0	47,2	48,6	18,1	44,2	32,8	24,9	34,4
Outras Taxas	0,0	0,2	0,3	9,9	0,1	4,8	1,0	3,4
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

<sup>77</sup> Nos contextos de turbulência dos mercados financeiros internacionais, na crise mexicana de 1995 e no início da crise asiática, em dezembro de 1997, o BACEN reagiu ao movimento de perda de reservas e fuga de capitais através da elevação da taxa de juros, visando inflar o coupon cambial, da redução dos prazos mínimos de vencimento dos empréstimos externos exigida pela FIRCE de 24 para 12 meses, visando estimular operações de arbitragem e o refinanciamento de empresas com bônus por vencer e que prefeririam aguardar as condições futuras para efetuar a rolagem dos papéis em prazos mais longos. Por outro lado, a Secretaria do Tesouro Nacional ampliou a oferta de títulos públicos indexados ao câmbio, que oferecem ganhos de arbitragem livres do risco cambial, e sinalizam o comprometimento com a manutenção das bases da política cambial. Adicionalmente foram flexibilizadas as regras que regem as operações bancárias visando repasse, permitindo aos bancos usarem recursos captados via “63 rural” na aquisição de NTNds, títulos com correção cambial. Nestas condições, a taxa de juros dos títulos cambiais do Tesouro Nacional acabam operando como taxa básica para as operações de repasse via 63. Para uma análise detalhada das regras referentes as emissões externas, ver Margarido ( 1997 ) e Freitas ( 1999 ).

A tabela 11 demonstra que, a partir de 1993, a preferência pelas operações com taxas fixas cresce expressivamente. Este processo ocorre em paralelo ao alongamento do perfil de prazos das emissões. Neste quadro, as emissões contratadas com taxas flutuantes reduzem-se expressivamente, caindo para cerca de 22% dos fundos tomados pela indústria.

Este movimento revela o esforço das firmas de minimizar o risco de lidarem com uma reavaliação abrupta do custo, em moeda estrangeira, de carregar o passivo externo, em um quadro de baixas taxas de juros internacionais. Este predomínio de operações pactuadas originalmente a taxas fixas, especialmente no contexto de crescimento do prazo das captações, revela a percepção dos demandantes de que as taxas de juros internacionais no período se encontravam em patamar historicamente baixo. Isto reforça uma postura avessa ao risco de que uma eventual elevação das taxas de juros no futuro contamine o custo, em moeda estrangeira, de carregar as dívidas contratadas. As alterações na composição das emissões, entre obrigações com taxas fixas ou flutuantes, respondem, *ceteris paribus*, pela mudança na avaliação das firmas e investidores sobre a evolução das taxas de juros internacionais no período relevante<sup>78</sup>.

O predomínio do endividamento contratado com taxas fixas revela uma assimetria no nível de aversão ao risco de investidores e demandantes do crédito, em relação a uma reversão não antecipada na taxa de juros do mercado internacional no horizonte temporal relevante para a amortização das dívidas. Este resultado pode ser decorrente da assimetria de informações entre tomadores e investidores sobre a evolução dos mercados internacionais, e dos impactos da experiência da crise da dívida de 1982 sobre o formato das “curvas de indiferença” dos demandantes de recursos. Ela pode representar, ainda, os menores custos de transação dos investidores nos mercados futuros e de derivativos, com o que ele pode flexibilizar a estrutura de seus ativos com menores custos do que o captador pode fazer um swap de taxas de juros. O custo adicional das operações a taxa fixa foi aceitável para a maior parte dos

---

<sup>78</sup> Se o demandante de fundos espera uma queda das taxas externas no futuro relevante, ele deve preferir operações a taxas flutuantes. Por outro lado, se o tomador espera taxas maiores no futuro ele tem incentivos para demandar fundos a taxa fixa. Simetricamente, as expectativas dos investidores sobre a evolução das taxas de juros no futuro balizam suas decisões sobre o nível dos spreads desejados. Elas definem o adicional de risco embutido no preço cobrado para realizar operações a taxas fixas ao invés de a taxas flutuantes. Esta remuneração adicional é requerida para o investidor não transferir o risco de “preço” para o tomador de fundos. Esta diferença reflete, claramente, o grau de confiança do investidor em relação à evolução esperada das taxas de juros internacionais e na sustentabilidade do mix de políticas domésticas no futuro relevante.

demandantes da indústria ( mais avessos ao risco de lidar com flutuações inesperadas dos juros do que os investidores<sup>79</sup> ).

#### 4.5 - A origem da propriedade do capital dos tomadores externos do setor industrial no período 1990 - 1996

O exame do perfil dos demandantes de fundos externos dentro da indústria, decomposto pela origem da propriedade do capital dos tomadores, permite evidenciar algumas das características do ciclo recente de endividamento.

O endividamento externo do setor industrial brasileiro iniciou-se com as grandes empresas estatais em sua linha de frente. Os primeiros passos da reinserção da economia aos mercados de financiamento voluntário foram dados pelas empresas estatais ( com grande peso para as operações das global players Vale do Rio Doce - à época estatal - e Petrobrás ). Estas foram responsáveis pela captação de cerca de 50% dos fundos mobilizados pela indústria no período de forte instabilidade interna, entre 90-91. Neste contexto, as firmas estrangeiras mobilizaram 46% e 41% dos fundos totais, enquanto as empresas de capital nacional respondiam por parcela desprezível das emissões externas.

Tabela 12  
Brasil 1990 - 1996

Captações do Setor Industrial Decompostas pela Origem da Propriedade do Capital da Firma Tomadora

ORIGEM / ANO	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Total	Em %
ESTATAL	51,25	52,60	16,43	32,87	0,00	7,41	5,15	20,15	
ESTRANGEIRA	46,19	41,37	50,55	31,58	45,27	58,48	40,21	42,84	
NACIONAL PRIVADA	2,56	6,03	33,02	35,55	54,73	34,11	54,64	37,01	
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de *bônus, notes, commercial papers* e *securitização de exportações* da FIRCE - BACEN. *Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil*, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

A partir de 1992, empurrada pela recessão e estimulada pelas políticas de juros e câmbio domésticas, a grande empresa privada de capital nacional seguiu o caminho pavimentado pelas emissões das empresas estatais e multinacionais. Neste momento ela ingressa mais ativamente nos circuitos de financiamento externo via

<sup>79</sup> Sob a ótica de um investidor externo que compra um título de dívida, o risco de que as taxas de juros internacionais oscilem de forma não antecipada se reflete no risco de assistir uma variação do preço de mercado de seus ativos. Os preços das securities são afetados diferenciadamente por mudanças nas taxas de juros internacionais se estas forem obrigações pactuadas a taxas de juros fixas ou flutuantes, *fixed* ou *floating interest rate notes*. Sob taxas fixas, uma elevação não antecipada das taxas de juros de curto prazo deprime automaticamente o valor presente dos rendimentos nominais fixos. No caso de obrigações pactuadas a taxas flutuantes, o valor presente dos ativos é afetado indiretamente, através do efeito de crescimento do risco de crédito - de que o devedor não seja capaz de saldar os compromissos. O mesmo mecanismo vale para o risco de câmbio, que em tese foi transferido para o tomador em moeda estrangeira, mas que indiretamente se transforma em maior nível do risco de crédito.

emissão de dívida direta. Ela toma cerca de US\$583 milhões junto aos investidores externos, equivalentes a 33% do total captado pela indústria. A partir de então, a participação das captações das firmas de capital privado nacional ( que, por definição, não dispõem de formas alternativas de mobilização de fluxos externos, via aporte de capital ) nos fluxos de endividamento crescem sustentadamente até 1994, quando atingem a marca de 54% dos fluxos de recursos levantados pela indústria nos mercados de bônus, como mostra a Tabela 12.

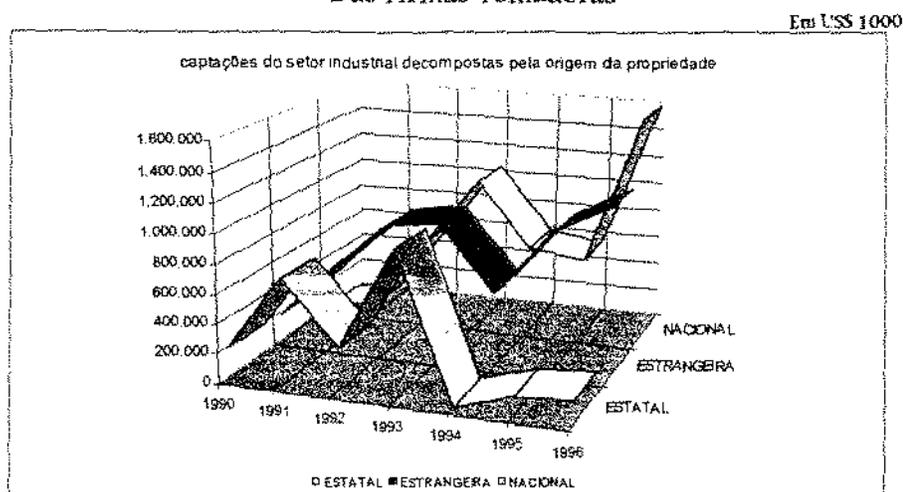
A partir de 1993 observa-se, por outro lado, uma queda expressiva do peso relativo das captações realizadas pelas empresas estatais nos montantes totais<sup>80</sup>. Esta participação caiu de 52% para cerca de 5% do valor total captado entre 1992 e 1996. O baixo dinamismo das empresas estatais nestes mercados, a partir de 1994, traduziu-se no processo de progressiva “privatização” do estoque da dívida externa<sup>81</sup>. A participação relativa das firmas de capital forâneo no valor captado da indústria apresenta uma relativa estabilidade, oscilando entre o piso de 30% em 1993 e o teto de 58% do total, em 1995.

---

<sup>80</sup> Cabe lembrar que as empresas estatais foram submetidas a rígidos limites de expansão dos créditos ao longo do período em questão. O Conselho Monetário Nacional impõe limites ao volume de crédito que o sistema financeiro doméstico pode direcionar ao setor produtivo estatal ( as emissões externas, por seu turno, ficam condicionadas à evolução do endividamento interno ). Por outro lado, a programação orçamentária da Secretaria de Acompanhamento das Empresas Estatais ( SEST ), em um contexto de ajuste fiscal permanente, restringiu a expansão do endividamento das empresas pelo seu impacto na dívida líquida do setor público e, por consequência, nas medidas do déficit público realizadas “abaixo da linha”. Ver, por exemplo, a Resolução 2.515 do CMN, de julho de 1997.

<sup>81</sup> Ver: Franco, “A dívida externa acabou”, ( 1998 ). A tendência de crescimento da participação do setor privado na captação externa na fase ascendente do ciclo de endividamento não reduz os riscos, sob a ótica das contas públicas, de que, em contextos de crise nas condições de financiamento do balanço do pagamentos, proliferem-se mecanismos de proteção oferecidos aos devedores privados. Estes podem ser criados via oferta de papéis públicos com cláusula de correção cambial ou através da operação do Banco Central nos mercados futuros de câmbio, assumindo posições que representam um passivo oculto das autoridades monetárias. Estes mecanismos transferem total ou parcialmente os efeitos de uma eventual desvalorização cambial para a posição fiscal-financeira dos setor público. A despeito do passivo externo líquido do setor público (dívidas em moeda estrangeira descontadas pelos ativos em moeda estrangeira) poder mostrar-se equilibrado, em contextos de liquidez internacional farta e volumes expressivos de reservas internacionais, a crise nos mercados financeiros, em um quadro de absorção de elevados níveis de poupança externa, pode promover a queda do nível de reservas, detonando o processo automático de crescimento do passivo externo líquido do setor público. Isto sugere que do ponto de vista das contas públicas uma desvalorização realizada em um quadro confortável de reservas possui um impacto patrimonial muito distinto de uma desvalorização produzida em um contexto de forte descasamento de ativos e passivos em moeda estrangeira do setor público.

Gráfico 11  
 Brasil 1990 - 1996  
 Captações do Setor Industrial Decompostas Pela Origem da Propriedade do Capital  
 Das Firms Tomadoras



O gráfico 11 permite visualizar o movimento descrito pelas captações das firmas industriais no período 1990 - 1996. As flutuações no valor mobilizado pelas empresas estatais, com o pico de US\$941 milhões em 1993, deixam clara a tendência de queda expressiva de suas captações externas a partir de 1994, atingindo cifras não superiores a US\$150 milhões.

Por outro lado, os montantes captados pelas firmas privadas nacionais crescem expressivamente ao longo do período em foco. Estes sobem do desprezível valor de US\$10 milhões em 1990 até atingir o volume de US\$1,05 bilhão em 1993. Este valor caiu fortemente em 1994, sob efeito das incertezas decorrentes da implementação do programa de estabilização e da forte recuperação das poupanças internas aos tomadores, para US\$614 milhões. As emissões das empresas nacionais continuaram a cair suavemente em 1995, para US\$557 milhões, sob impacto da maior seletividade do mercado internacional decorrente da crise mexicana<sup>82</sup>. Em 1996, as captações da indústria nacional retomam um impulso vigoroso, em um quadro de significativa elevação das inversões do setor privado industrial<sup>83</sup>. Neste ano estas atingem a expressiva cifra de US\$1,59 bilhão ( com emissões fortemente concentrada em operações de longo prazo de vencimento ).

<sup>82</sup> No ano de 1995, sob os ecos da crise mexicana nos mercados internacionais de bônus, enquanto as captações das firmas privadas nacionais se retraem, as emissões das firmas estrangeiras voltam a crescer aceleradamente, passando de US\$508 para US\$954 milhões.

#### 4.6 - Custos e Prazos das emissões externas da indústria decompostas pela origem da propriedade dos tomadores

A assimetria no desempenho das captações das empresas nacionais e estrangeiras em 1995, sob impacto das turbulências externas que ecoam no rastro da crise mexicana, sugere, à primeira vista, a menor solidez das articulações financeiras externas das firmas privadas nacionais.

A princípio seria esperado que as articulações orgânicas dos grupos estrangeiros com os mercados financeiros internacionais estivessem materializadas em condições diferenciais de oferta dos fundos disponíveis para as firmas estrangeiras. Este diferencial deveria expressar-se em uma relação de custo / prazo mais favorável às emissões realizadas pelos capitais forâneos, relativamente às condições disponíveis para as empresas de capital nacional. Isto porque as empresas de capital estrangeiro devem representar, relativamente às empresas nacionais com situação econômica financeira equivalente, menores níveis de risco do credor (Tavares, 1975).

Tabela 13  
Brasil 1990 - 1996  
Prazos e Spreads Médios das Emissões Externas do Setor Industrial Decompostos pela Origem do Capital

origem k	tx de juros	Prazo / spread	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ESTATAL	Flutuante	spread médio	0,0	-	4,3	4,4	-	-	-
		Prazo médio ( meses )	19,0	-	24,0	57,0	-	-	-
		valor ( em US\$ 1000 )	200.000	-	140.000	300.000	-	-	-
	Fixa	spread médio	-	10,2	9,0	7,9	-	5,4	10,0
		Prazo médio ( meses )	-	38,5	36,0	59,0	-	36,0	96,0
		valor ( em US\$ 1000 )	-	708.409	150.000	679.379	-	120.985	150.000
ESTRANGEIRA	Flutuante	spread médio	6,6	0,5	1,0	2,1	2,5	2,7	3,4
		Prazo médio ( meses )	42,8	28,1	35,6	57,9	86,1	78,8	83,9
		valor ( em US\$ 1000 )	180.262	557.132	514.520	207.600	178.500	466.246	297.138
	Fixa	spread médio	-	-	6,6	7,1	10,3	9,5	9,8
		Prazo médio ( meses )	-	-	53,2	70,6	75,6	74,9	84,8
		valor ( em US\$ 1000 )	-	-	378.000	733.400	329.550	488.700	874.000
NACIONAL	Flutuante	spread médio	0,5	0,6	0,9	1,8	3,1	2,4	2,0
		Prazo médio ( meses )	24,0	41,7	51,2	78,4	69,4	64,5	96,0
		valor ( em US\$ 1000 )	10.000	81.200	207.600	205.850	317.000	147.200	455.829
	Fixa	spread médio	-	-	10,6	10,4	11,5	10,1	10,9
		Prazo médio ( meses )	-	-	30,9	69,3	93,7	84,1	96,6
		valor ( em US\$ 1000 )	-	-	375.400	853.500	297.165	409.800	1.135.583
Estrangeira	Flutuante	Prazo / spread	70,7	50,7	36,4	27,7	34,0	28,8	24,6
Nacional	Flutuante	Prazo / spread	48,0	70,5	59,7	42,7	22,5	27,2	48,9
Estrangeira	fixa	Prazo / spread	-	-	8,0	9,9	7,4	7,9	8,6
Nacional	fixa	Prazo / spread	-	-	2,9	6,7	8,2	8,4	8,8

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCI - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Prazos e spreads médios ponderados pela participação de cada operação no valor global das emissões do grupo correspondente.

A tabela 13 decompõe as condições médias de custo e prazo das emissões realizadas no ciclo recente de endividamento externo pela origem da propriedade do capital dos tomadores.

<sup>83</sup> Ver, como proxy para o investimento das firmas de capital nacional no período, o gráfico 19 em anexo descrevendo a evolução das aquisições do permanente de um grupo de 74 grandes empresas industriais que participaram ativamente dos mercados de bônus entre 1990 - 1996.

Os maiores níveis de risco de crédito são repassados aos spreads cobrados pelos investidores. Os menores riscos das emissões das firmas controladas por capitais forâneos espelham a natureza das garantias fornecidas pelos empréstimos, explícita ou tacitamente ancoradas nos ativos externos dos tomadores<sup>84</sup>. O valor dos ativos ou receitas futuras empenhados como garantias dos créditos não é contaminado pelo risco cambial, como o são as garantias baseadas em ativos denominadas em moeda doméstica ( caso das empresas de capital privado nacional não exportadoras ). Por outro lado, o empenho de garantias externas no fechamento das operações pode neutralizar o “risco político” envolvido na possibilidade de que sejam implementados mecanismos de controle das operações de câmbio ou decretadas moratórias unilaterais ( com o que se neutraliza o risco país, como ocorre nas operações de securitização de exportação ).

Em virtude destes fatores seria esperado que as condições de oferta dos fundos canalizados para as firmas estrangeiras fossem melhores e menos sensíveis a contextos de instabilidade externa.

A análise dos spreads médios das operações contratadas a taxas fixas, que correspondem a mais de 60% das emissões realizadas entre 1990 e 1996, indica uma condição sistematicamente favorável às empresas estrangeiras ( as suas taxas médias de captação foram sistematicamente inferiores às taxas das emissões das firmas de capital nacional ). A análise da relação spread / prazo ( em valores médios ponderados ) para as emissões de bônus realizadas pelas empresas industriais, nacionais e estrangeiras, não permite, entretanto, que se extraia mecanicamente a conclusão de que as distintas articulações financeiras externas traduziram-se, sistematicamente, em condições mais favoráveis de captação para as empresas controladas por capitais forâneos.

Ademais, seria preciso ponderar os dados pelos demais fatores relevantes para a formação dos spreads de risco ( referentes a massa patrimonial do tomador, o nível de alavancagem, o peso das receitas de exportação em seus fluxos de caixa, entre outras variáveis ) para explicar as condições de captação das empresas industriais. Desta forma, não se pode afirmar taxativamente, em uma primeira aproximação aos números da tabela 13, que a origem da propriedade esteve claramente correlacionada com as condições de prazo / custo dos contratos realizados.

Esta constatação não invalida, evidentemente, a postulação de que as empresas estrangeiras, *ceteris paribus*, possuem vantagens comparativas no acesso a estes mercados. Vale notar que as empresas de capital estrangeiro operaram com um grau

<sup>84</sup> Ver, sobre como o empenho das matrizes pode realizar-se com formas diretas e indiretas de garantias, melhorando as condições de captação de suas subsidiárias, por exemplo, “Ford Brasil Capta US\$ 300

de alavancagem médio 23% superior ao das tomadoras nacionais ao longo do período considerado ( Tabela 14 ). A relação custo / prazo ajustada pelo nível de endividamento médio das firmas tende a criar um viés favorável às empresas estrangeiras.

Por outro lado, é preciso lembrar que as captações podem esconder, sob certas circunstâncias referentes à legislação sobre capitais estrangeiros, a transferência de fundos intragrupo. Este fato pode gerar um viés para cima nos custos das emissões das empresas estrangeiras. Isto porque um spread inflado pode operar como um seguro contra o risco de que outros canais de saída de capitais próprios possam ser penalizados ou dificultados pela política econômica. Neste sentido, parte dos fundos que ingressam no país sob a rubrica empréstimos em moeda pode acobertar transferências de fundos intra firma, que equivalem a uma forma camuflada de investimento direto ( Malan, 1982; Cruz, 1984 ).

Por outro lado, parte das operações de emissão das firmas domésticas pode estar reintroduzindo e legalizando recursos remetidos para o exterior por empresas de capital nacional, no contexto de um regime de alta inflação ( Margarido, 1997; Fanelli, 1995 ). Os empréstimos que acobertam a repatriação de capitais também podem distorcer as considerações sobre as condições diferenciais de acesso das firmas nacionais e estrangeiras nos mercados de bônus. Isto porque as condições contratuais de spread e prazo são definidas com base em considerações outras do que as definidoras dos termos de captação de fundos de terceiros.

#### 4.7 - O ciclo de endividamento externo e o ajuste financeiro dos tomadores industriais no período 1990 - 1996

##### 4.7.1 - O grau de endividamento dos tomadores

As captações de fundos externos no setor industrial inscrevem-se em um processo de ajuste dos estoques de passivos das firmas às novas condições de custos, prazos e volume dos fundos ofertados nos anos noventa na economia brasileira. Uma dimensão visível deste movimento aparece como tendência de crescimento do uso de recursos de terceiros no mix de financiamento das firmas. Este processo materializa-se em uma tendência suave de crescimento do grau de endividamento no setor industrial, conforme visto no capítulo 3. A tabela 14 descreve a evolução do indicador de endividamento de um grupo de 74 grandes empresas que participaram ativamente das emissões externas de títulos de dívida no período 1990 - 1996, respondendo por cerca de 50% dos fundos captados pela indústria.

Tabela 14  
 Brasil 1991 - 1996  
 Grau de Endividamento das Firms Industriais Captadoras  
 de Recursos nos Mercados Internacionais de Bônus

Origem do Capital / Ano	Recursos de Terceiros / recursos Totais - em %					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estatual	34,54	36,73	36,91	31,82	32,19	39,10
Estrangeira	47,58	50,75	54,43	46,77	48,23	52,24
Nacional privada	34,67	38,07	43,16	40,56	41,56	46,18
<b>Total</b>	<b>37,15</b>	<b>39,88</b>	<b>42,39</b>	<b>37,44</b>	<b>39,01</b>	<b>44,02</b>

Relação de recursos de terceiros sobre recursos totais - passivo de curto e longo prazo / ( passivo de curto e longo prazo + patrimônio líquido real ). Indicadores ponderados pela participação da receita operacional líquida de cada emissor no conjunto da receita operacional das firms de mesma origem da propriedade. Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN. Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

A tabela acima permite visualizar uma tendência de elevação dos indicadores de endividamento (relação dos recursos de terceiros sob o montante de recursos totais), das firms industriais com inserção ativa nas correntes financeiras internacionais ao longo do período 1990 - 1996. Este indicador, para o total da indústria, revela que esta transitou de um esquema de financiamento em que, em termos médios, cerca de 37,15% de seus ativos eram financiados com recursos de terceiros em 1991, para um quadro em que a participação de recursos externos à empresa correspondia a cerca de 44% de seus ativos, em 1996. A taxa de crescimento deste indicador é positiva ao longo de todo o período 1990 - 1996, à exceção da queda verificada em 1994. Neste ano o uso de recursos próprios eleva-se para todos os grupos de empresas consideradas, em função da melhora da rentabilidade que segue a estabilização, como será visto adiante ( e como foi visto na descrição das grandes linhas do ajustamento financeiro do setor industrial, no gráfico 9 do capítulo 3 ).

As firms privadas nacionais passam de uma relação média ponderada de 34,7% do ativo financiado com recursos de terceiros em 1991, para um índice de 46,18% em 1996. Esta forte adaptação do arranjo financeiro utilizado foi caracterizado pela elevação média de 22% na participação de recursos de terceiros no mix de financiamento de suas atividades.

As empresas controladas por capital estrangeiro também apresentaram uma tendência de ampliação dos níveis de alavancagem. A intensidade no ajuste do mix de financiamento das firms de capitais forâneos foi mais suave, pois estas partem de um patamar de endividamento mais elevado no início da década de noventa. Estes indicadores transitaram de uma relação em que 47,5% dos ativos controlados pelas firms eram financiados por capitais de terceiros, em 1991, para uma relação de 53%

em 1996. Estes números revelam uma elevação de 11% na participação de recursos de terceiros relativamente aos recursos totais sob seu controle no período<sup>85</sup>.

As empresas de capital estrangeiro, nesta amostra, ingressam na década de noventa utilizando recursos de terceiros de forma relativamente mais intensa do que as firmas nacionais privadas. Estas diferenças podem ser devidas a requisitos técnicos distintos que se espelham no arranjo financeiro utilizado por firmas de diferentes setores. As empresas de capital externo apresentaram um crescimento menor do nível de alavancagem do que aquele verificado pelas firmas privadas nacionais.

#### 4.7.2 - Endividamento e liquidez dos tomadores

O crescente endividamento das empresas industriais foi acompanhado de um movimento de elevação dos indicadores de liquidez das firmas que ingressaram ativamente nos mercados internacionais de bônus. A tabela 15 descreve a evolução do índice de liquidez corrente (ativo circulante / passivo circulante) para um grupo de grandes empresas que lideraram o ciclo recente de endividamento externo do setor industrial.

Tabela 15  
Brasil 1991 - 1996  
Índices de Liquidez das Firms Industriais  
Tomadoras de Recursos Externos

Origem do Capital / Ano	ativo circulante / passivo circulante					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estatatal	1,27	0,68	0,91	1,03	0,77	0,71
Estrangeira	0,95	1,02	1,16	1,51	1,51	1,58
Nacional privada	0,96	1,15	1,38	1,81	1,40	1,60
Total	1,11	0,90	1,12	1,37	1,15	1,21

Índice de liquidez = ativo circulante / passivo circulante. Valor composto pelos índices de diversas empresas ponderados pela participação na receita operacional líquida total do agregado. Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

A evolução dos índices de liquidez das empresas com participação ativa nas emissões externas de dívidas diretas revela que os tomadores de fundos, que ampliaram tendencialmente a participação de recursos de terceiros no mix de financiamento de suas atividades, obtiveram este resultado conjugado à elevação, ainda que sujeita a flutuações, de seus níveis de liquidez corrente. Estes saltam de 1,11 em 1991 para 1,21 em 1996 para o total dos emissores industriais contemplados na presente amostra. Tal índice pode ser tomado como uma

<sup>85</sup> As empresas estatais em tela ( Petrobrás e Vale do Rio Doce ) apresentam flutuações bem menos pronunciadas no seu mix de financiamento relativamente às firmas nacionais privadas e estrangeiras. Este padrão de comportamento está associado a um conjunto de políticas e a regras decisórias que envolvem outra ordem de considerações do que aquelas contidas no cálculo empresarial privado.

aproximação do nível de fragilidade financeira da firma. Isto porque ele indica o grau de dependência em relação ao refinanciamento de curto prazo das dívidas, bancárias ou com fornecedores ( quanto de ativos líquidos a firma possui para cada unidade de dívida de curto prazo – inferior a um ano ).

O crescimento dos indicadores de liquidez das firmas privadas, nacionais e estrangeiras revela que, dinamicamente, os protagonistas do endividamento externo adquiriram mais ativos circulantes do que dívidas de curtíssimo prazo<sup>86</sup>. O movimento descrito pelos indicadores de endividamento e liquidez sugere que as empresas ampliaram seu capital de giro, a partir da recuperação esboçada em 1993, com dívidas de médio prazo ( superiores a um ano ). Este ajuste pode ter sido combinado à elevação do estoque de ativos financeiros líquidos retidos em carteira (como contrapartida do carregamento de dívidas que ingressavam no passivo de médio e longo prazo). Adicionalmente, o endividamento pode ter financiado a elevação de prazos médios do passivo. A captação de fundos externos pode ter viabilizado a troca de dívidas bancárias internas, caras e de curto prazo, roladas periodicamente para fins de financiamento de capital de giro, por dívidas de maior prazo e menor custo de carregamento<sup>87</sup>. A conjugação destes movimentos produz a elevação dos indicadores de liquidez corrente das empresas privadas. Entre 1991 e 1996 estes índices médios saltaram de 0,95 e 0,96 para 1,58 e 1,60, para as empresas de capital privado nacional e estrangeiro, respectivamente. As empresas estatais descreveram uma trajetória inversa, com o índice de liquidez transitando de 1,27 em 1991 para 0,71 em 1996, como mostra a tabela 15.

As captações externas de fundos realizadas visando trocar dívida bancária interna por dívida direta externa, mesmo que de curto prazo, possuem o efeito de elevar os indicadores de liquidez das tomadoras. Isto porque a dívida bancária interna de curto prazo ( registrada no passivo circulante ) é substituída por operações de prazo mínimo de 24 meses, registradas no lado do passivo de médio e longo prazo. O crescimento dos indicadores de liquidez reflete também a proliferação das operações de endividamento externo financiando a aquisição de ativos financeiros domésticos líquidos, visando apropriar-se das oportunidades de arbitragem com o diferencial das

<sup>86</sup> A análise combinada dos indicadores de endividamento e liquidez para a década de setenta sugere que as grandes empresas privadas, via de regra, captavam recursos a despeito de disporem de elevadas margens de autofinanciamento ( Filardo, 1979). Muitas vezes o nível de endividamento se eleva em paralelo à elevação dos níveis de liquidez ( como na década de noventa ) e a aceleração da captação externa. Isto sugere que a captação externa, além de dar elasticidade ao gasto, operou como forma de elevar a rentabilidade de firmas que, muitas vezes, dispunham de recursos próprios líquidos que poderiam ser utilizados para realizar o funding do investimento.

<sup>87</sup> O prazo mínimo permitido pela FIRCE para a emissão de dívida externa foi definido usualmente em 24 meses, com variações tópicas ao longo do período. Ver, para uma análise sobre a evolução das políticas referentes aos fluxos de capital, Margarido ( 1997 ).

taxas de juros<sup>88</sup>. O crescimento dos indicadores de liquidez no contexto de forte recessão e queda dos mark ups, entre 1991 – 1992, descrita no capítulo anterior, não deve espelhar o processo de expansão do capital circulante requerido para ampliar as vendas. Ao contrário, a palavra de ordem em contextos de retração do produto industrial e elevação das taxas de juros domésticas é desfazer-se de estoques, pois o custo de sua retenção cresce de acordo com a capitalização financeira dos recursos imobilizados.

#### 4.7.3 - Endividamento e Rentabilidade

Conforme visto, o primeiro impulso das captações externas esteve associado ao ajuste do mix de financiamento do capital de giro às novas condições relativas de oferta de fundos de terceiros externos, internos e próprios ( e não ao crescimento absoluto das necessidades de financiamento decorrentes da expansão das vendas ) e à aquisição de ativos financeiros domésticos financiada com crédito externo. As condições de oferta dos fundos foram transformadas pela reinserção aos circuitos financeiros internacionais e, posteriormente pela política cambial. Tal cenário foi complementado pela elevação dos custos do financiamento bancário interno de curto prazo em um contexto de políticas monetárias apertadas e alta incerteza decorrente da aceleração inflacionária. Este movimento foi sobreposto à compressão da rentabilidade sobre o capital próprio das firmas imposta pela combinação de abertura

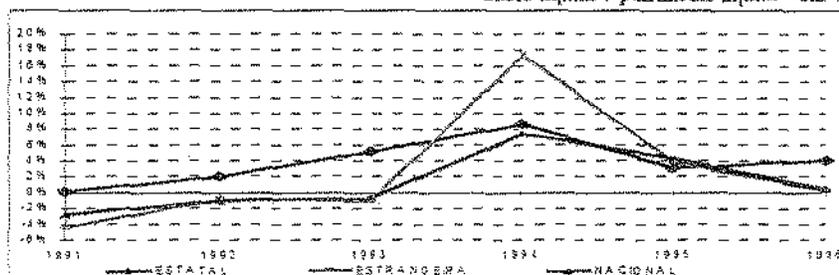
---

<sup>88</sup> A presença de elevados níveis de liquidez das firmas domésticas endividadas em moeda estrangeira ( através da emissão de títulos de dívidas negociáveis em mercados secundários pactuados em grande parte com cláusulas de Put e Call, que permitem o pagamento antecipado das obrigações ), eleva o potencial de instabilidade dos mercados de câmbio domésticos. As firmas devedoras, em contextos de crise nos mercados financeiros internacionais, podem ajustar rapidamente sua composição patrimonial. Elas podem desfazer-se de ativos financeiros líquidos domésticos para comprar moeda estrangeira e remeter ao exterior, visando recomprar os seus títulos de dívida com deságio. Neste tipo de transação, a firma abate parte do seu passivo em moeda estrangeira e livra-se de parcela do risco cambial. Neste quadro, a mudança do estado de convenções que regem o comportamento de investidores institucionais alavancados nos mercados emergentes ( que possuem ações, aplicações em renda fixa e títulos de dívida de empresas brasileiras em carteira ) desencadeia uma crise de confiança na sustentabilidade das condições de financiamento do déficit em transações correntes ( e das regras de política cambial ), promovendo a queda dos preços dos bônus em mercados secundários ( em função do maior risco do credor percebido ). Neste quadro, os tomadores privados podem se apropriar da queda do preço destes ativos através da desvalorização dos seus estoques de dívidas em moeda estrangeira nos mercados secundários, com o que, entretanto, é reforçado, sob a ótica macroeconômica, o movimento de manada, típico de situações de pânico financeiro, em direção à moeda estrangeira. O ataque especulativo pode culminar no overshooting da taxa de câmbio, que de “sobrevalorizada” passa abruptamente para a condição de fortemente “subdesvalorizada” ( em relação ao patamar consistente com a manutenção de uma trajetória intertemporalmente sustentável de financiamento dos déficits em transações correntes ) se a autoridade monetária é forçada a fazer uma desvalorização em uma posição de fragilidade perante o mercado. O resultado de uma desvalorização desordenada sob a ótica micro pode ser, ex post, o de elevar o peso, em moeda doméstica, de carregar os estoques remanescentes ( que não foram abatidos ou pagos adiantadamente ) da dívida emitida externamente para as firmas descasadas. (“Empresas brasileiras vêem títulos desabar no exterior” e “Recompra dá lucro, mas eleva as saídas”, Folha de São Paulo, 18/09/1998 ).

comercial, apreciação da taxa de câmbio real e recessão doméstica, como discutido anteriormente. A queda da rentabilidade enxugou a massa de fundos potencialmente canalizáveis para o autofinanciamento.

Em um segundo momento, no quadro de recuperação do nível de atividade esboçada a partir de 1993, a busca de fundos externos passa a financiar a expansão do capital de giro, e a retomada gradual dos investimentos em modernização. Neste contexto inicia-se a alteração do perfil de prazos das captações. Esta é combinada, a partir de 1994, ao esforço da grande empresa de alongar parte do estoque de dívidas.

Gráfico 12  
Brasil 1991 – 1996  
Rentabilidade das Firms Industriais  
Emissoras de Títulos de Dívida Direta no Exterior  
Lucro líquido / patrimônio líquido - em %



Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

A recuperação gradual da rentabilidade dos tomadores ao longo da década, que transita de valores fortemente negativos para resultados marcadamente positivos no período 90 – 94, refletiu a elevação dos níveis de atividade a partir de 1993. Esta foi elevada a despeito da restrição imposta sobre os mark ups praticados no quadro de uma economia aberta às importações. Sob a ótica financeira, a recuperação da rentabilidade decorreu, ao menos parcialmente, do ajustamento no perfil dos passivos posto em curso pela via do endividamento externo. Em 1994, ano de grande expansão da atividade econômica, a rentabilidade do setor industrial elevou-se fortemente. Este crescimento verificou-se a despeito da tendência de queda dos mark ups industriais, imposta pela apreciação cambial, em uma economia aberta às importações, conforme ilustrado no gráfico 5 do capítulo terceiro.

Os indicadores de rentabilidade para a amostra dos tomadores atinge, em termos médios, expressivos 17% ao ano sobre o capital próprio para as empresas de capitais forâneos e cerca de 7% para as empresas de capital privado nacional. A contrapartida do vigoroso crescimento no ritmo de retenção de fundos internos apareceu como queda dos indicadores de endividamento e acentuada expansão dos indicadores de liquidez, em 1994. Neste ano as incertezas sobre o formato e a

sustentabilidade da estratégia de estabilização sugeriam cautela quanto à contratação de dívidas financeiras, especialmente as denominadas em moeda estrangeira.

A queda do uso de recursos de terceiros na composição do "funding" praticado pelas grandes empresas foi relativamente mais intensa para as firmas estrangeiras. Os seus indicadores de endividamento ( recursos de terceiros / recursos totais ) passam de 54,4% em 1993 para 46,7% em 1994, enquanto para as nacionais, estes passam de 43,6% para 40,5% no mesmo período. A apreciação da taxa de câmbio real também contribuiu para este resultado. Isto na medida em que esta diminuiu o valor em reais dos estoques de dívidas externas carregadas pelas firmas.

A queda dos níveis de endividamento dos tomadores em 1994 foi paralela à desaceleração do valor global captado pelo setor industrial nos mercados financeiros internacionais e à forte expansão dos indicadores de liquidez. Estes passam de 1,16 em 1993 para 1,51 em 1994 para as firmas de capital estrangeiro e de 1,38 para 1,81 para as grandes empresas de capital nacional. Tais resultados sugerem que a massa de lucros retidos, que cresce subitamente no excepcional ano de 1994, incorporada ao capital próprio, permitiu às firmas aumentarem a flexibilidade de suas posições patrimoniais. Isto refletiu-se no uso relativamente menos intenso de recursos de terceiros e na canalização de parcela dos lucros retidos para a aquisição de ativos financeiros líquidos. Este resultado foi combinado à forte expansão de capital de giro ( e das duplicatas por receber ) decorrente do crescimento das vendas.

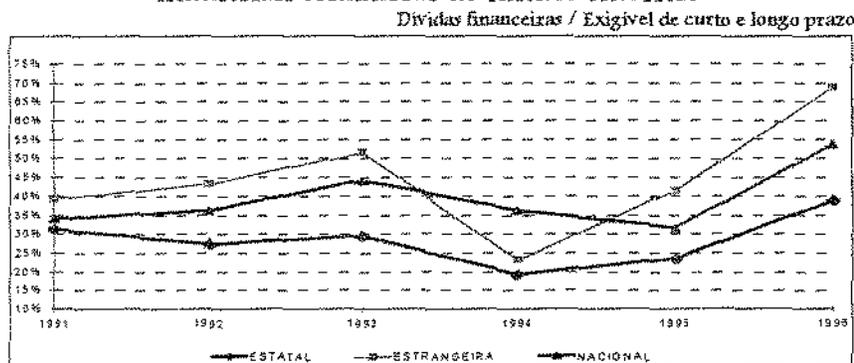
A desaceleração do ritmo de crescimento do produto, no período 1995 e 1996, espelhou-se na queda expressiva da rentabilidade sobre o capital próprio das firmas industriais. A relação lucro líquido / patrimônio líquido real, a despeito de positiva, situou-se em patamares relativamente baixos para o seu padrão histórico. Este declínio foi amplificado pela compressão defasada exercida sobre o nível dos mark ups praticados na indústria em decorrência da apreciação da taxa de câmbio e da estabilização, que desativou os mecanismos altistas que viesavam a formação de preços em um regime de alta inflação, conforme visto nos capítulos 2 e 3. Neste quadro de crescimento mais lento do produto, queda da rentabilidade e retomada gradual dos investimentos em modernização ( Bielchowsky, 1998a ), combinado com a queda dos níveis de risco financeiro decorrentes das menores taxas de inflação ( e de uma política cambial e monetária que criava estímulos à captação externa ), os níveis de alavancagem da grande empresa industrial voltam a crescer, assim como o valor global e o prazo médio de suas emissões externas de bônus.

#### 4.7.4 - Peso das Dívidas Financeiras nos Estoques de Passivos

O ajuste na relação recursos próprios / recursos de terceiros foi acompanhado, em uma economia aberta às importações, de uma tendência de crescimento do peso das dívidas financeiras no conjunto dos estoques de passivos dos tomadores ( que incorporam diversas obrigações não onerosas com fornecedores, folha de salário, obrigações tributárias ). O gráfico 13 descreve a trajetória de financeirização dos passivos da grande empresa industrial. A relação dívidas financeiras / recursos de terceiros cresceu em ritmo especialmente acentuado com a queda endógena do risco de carregar obrigações financeiras, decorrente da menor volatilidade das variáveis nominais promovida pela estabilização ( e dos menores riscos percebidos de lidar com os efeitos de uma correção diferenciada de indexadores que regem receitas e despesas financeiras, conforme discutido anteriormente ).

Gráfico 13  
Brasil 1991 – 1996

Peso das dívidas financeiras nos estoques de recursos de terceiros usados pelas firmas industriais tomadoras de fundos externos



Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Estoque de dívidas financeiras declarada em balanço / total dos recursos de terceiros.

A proliferação “forçada” das relações de débito / crédito, em um quadro de alta instabilidade e aceleração inflacionária, foi detonada sob pressão da queima de parcela dos recursos próprios das firmas. Este ajuste realizou-se em função da rentabilidade negativa e em um ambiente de forte estímulo fornecido pelas políticas domésticas ao endividamento externo. O peso das dívidas financeiras no conjunto dos passivos das firmas industriais em questão subiu suavemente no período 91 – 93. As firmas estrangeiras ampliaram a participação das dívidas financeiras, denominadas em moeda doméstica e externa, de um patamar de cerca de 40% para valores correspondentes a aproximadamente 50% dos estoques de passivos de curto e longo

prazo no período, enquanto esta relação para as firmas privadas nacionais passou de um patamar de cerca de 35% para 45% no fim do triênio.

No ano de 1994 ocorre uma pronunciada queda da participação relativa das dívidas financeiras nos estoques de passivos das firmas. Esta queda foi mais intensa para os tomadores estrangeiros do que para os nacionais. Para as primeiras esta relação caiu de 50% para 25% entre 1993 e 1994, enquanto para os nacionais esta passou de 45% para 35%. A redução do peso das dívidas financeiras no conjunto do passivo em 1994 reflete o crescimento expressivo da atividade industrial no contexto de implementação do Plano Real, dado que a expansão do produto se manifesta no crescimento das obrigações com fornecedores e na recuperação do nível de emprego. A estabilização promoveu o crescimento dos salários reais médios na indústria ( once and for all, medido em reais e em dólar ). A apreciação cambial, em paralelo, deprimiu o valor dos estoques de dívida externa relativamente às obrigações denominadas em moeda doméstica. Esta queda foi produzida em um quadro de elevação expressiva dos estoques de dívidas financeiras das firmas privadas em tela. Estes saltam de um patamar de aproximadamente US\$7.71 bilhões em 1993 para a cifra de US\$9.36 bilhões em 1994, crescendo cerca de 21% no período.

No cenário de economia estável e crescimento moderado, no biênio 95 – 96, o peso das dívidas financeiras nos estoques de passivos das firmas industriais cresceu novamente. As firmas de capital forâneo, em termos médios ponderados, elevaram a participação das dívidas financeiras no conjunto dos fundos de terceiros de um patamar de cerca de 25% em 1994, para quase 70% em 1996. No mesmo período esta relação, para as empresas privadas nacionais, transitou do patamar de 35% para o de 55%. A progressiva financeirização dos passivos das firmas líderes gestou-se em função do vigoroso crescimento dos estoques de dívidas carregados. Estes ampliaram-se, em termos médios para os tomadores contemplados na presente amostra, em 64% em dólar, entre 94 e 96.

#### 4.7.5 - Peso Relativo das Dívidas Denominadas em Moeda Estrangeira no Estoque de Dívidas Financeiras

O contexto dos primeiros anos da década de noventa combinou alta instabilidade das variáveis macroeconômicas centrais para o cálculo empresarial, o processo de remonetização da economia ( após a retenção da liquidez do Plano Collor 1 ), queda acentuada do nível de atividade e da taxa de investimento e diminuição expressiva da proteção tarifária e não tarifária dispensada à indústria. A condução das políticas monetária e fiscal forjou, via de regra, elevados diferenciais das taxas de

juros domésticas e internacionais. Uma nova regra de política cambial foi introduzida, no final de 1991, visando estimular o ingresso de recursos externos. Neste quadro não chega a ser surpreendente que os recursos captados no mercado financeiro internacional fossem concentrados em obrigações de curta maturação.

Os estímulos à captação externa viabilizaram a recomposição do nível de reservas internacionais. A transição para a gestão ortodoxa no manejo das políticas fiscais e monetárias, no contexto de forte crise política e fracasso da estratégia de estabilização do Plano Collor I, elevou fortemente a atratividade da tomada de recursos externos. Esta foi inflada mediante a introdução de uma regra de minidesvalorizações cambiais com pequeno viés para a apreciação real da moeda. Esta política engordava o coupon cambial, e minimizava a incerteza decorrente das flutuações cambiais sobre a taxa de retorno das aplicações domésticas em moeda estrangeira ( Margarido, 1997 ). A volatilidade do câmbio real havia sido amplificada, sob alta inflação, no regime de câmbio flutuante, instituído tentativamente no início dos anos noventa, no contexto do Plano Collor I. Neste período, a evolução dos diferenciais de juros internos / externos explode. Os diferenciais, com ou sem cobertura cambial, revelam o crescimento brutal da atratividade das operações de captação externa<sup>89</sup>. O expressivo diferencial de custos, prazos e volume de recursos disponíveis, em favor das fontes externas de financiamento, operou como força indutora para que ocorresse a desrepressão dos níveis de endividamento empresarial ( fortemente comprimidos no quadro de um regime de alta inflação e economia fechada, na década de oitenta ). Este movimento teve curso em um cenário de farta liquidez internacional, e foi acompanhado da crescente participação relativa das dívidas denominadas em moeda estrangeira no conjunto dos estoques de dívidas retidas pelas firmas.

A tabela 16 descreve a participação das dívidas denominadas em moeda estrangeira contraídas via emissão de bônus nos mercados financeiros internacionais no estoque de dívidas financeiras carregado pelas firmas industriais privadas no período 1991 – 1996<sup>90</sup>.

<sup>89</sup> Ver. sobre a evolução dos diferenciais de juros interno e externo nos anos noventa. o texto apresentado em congresso da ANPEC por Márcio Garcia e Alexandre Barcinski; "Capital Flows To Brasil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls"; Anais do 24 Encontro da ANPEC, 1996.

<sup>90</sup> As referidas estimativas foram obtidas a partir do confronto do somatório setorial dos estoques de dívidas financeiras declarados em balanço, convertidas em dólar pela taxa de câmbio de 31/12 de cada ano, e do somatório do estoque de dívidas externas diretas carregado por firma. Este foi calculado com base nas informações sobre data de emissão e prazo de carência e amortização das securities lançadas entre 1990 e 1996 ( que poderia estar viesando o cálculo caso as cláusulas de put e call presentes em grande parte dos papéis estivessem sendo utilizadas no período, o que diminui o prazo efetivo dos empréstimos ). Como as firmas podiam reter estoques de dívidas velhos e podem ter realizado operações de captação via crédito bancário externo e, no caso das exportadoras, possuem adiantamentos de contrato

Tabela 16  
 Brasil 1991 – 1996  
 Participação da Dívida Direta Externa nos Estoques de Dívidas Financeiras dos  
 Tomadores do Setor Industrial

Origem do Capital / Ano	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ESTATAL	16,27	19,43	31,18	23,98	16,12	6,75
ESTRANGEIRA	25,63	43,35	66,76	58,21	46,30	38,57
NACIONAL PRIVADA	1,01	7,85	18,23	20,28	22,08	18,56
TOTAL	10,99	16,88	29,03	25,86	23,15	16,28
TOTAL PRIVADAS	5,87	14,97	27,50	26,97	28,20	23,26

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Referente a uma amostra de 74 grandes empresas responsáveis por aproximadamente 50% das emissões de dívida direta do setor industrial.

A tabela acima descreve uma dimensão central do processo de ajuste dos estoques de passivos da grande empresa industrial privada às novas condições de custo, prazo e risco dos fundos potencialmente mobilizáveis, que emergem em um quadro de reconecção da economia aos circuitos financeiros internacionais privados. A adaptação do perfil dos fundos demandados às novas condições de oferta, na década de noventa, materializou-se na crescente participação da dívida direta denominada em moeda estrangeira na composição dos estoques de dívidas financeiras retidas pelas firmas que atuaram ativamente no mercado financeiro internacional. As dívidas diretas contraídas no exterior correspondiam a apenas 5,8% dos estoques de dívidas financeiras das empresas industriais do setor privado em 1991 ( para a amostra de 74 grandes empresas que entre 90 – 96 responderam por cerca de 50% das emissões externas de bônus ). Esta participação sobe para 14,9% em 1992 e atinge 27,5% em 1993, patamar ao redor do qual se estabiliza até 1995. Em 1996, observa-se uma queda deste percentual para a casa de 23,2%<sup>91</sup>.

de câmbio em carteira ( dívida denominada em dólar ), as referidas informações devem estar subestimando o peso do conjunto das dívidas externas nos estoques globais de dívidas carregados pelas firmas. As referidas informações cobrem uma amostra de empresas tomadoras, responsáveis por cerca de 50% das captações da indústria, não sendo generalizável para o conjunto dos setores, referindo-se apenas à participação das firmas com inserção ativa e direta nos mercados financeiros internacionais ( Não inclui repasses bancários realizados via Resolução 63 da Lei 4131 ).

<sup>91</sup> No ano de 1994, a participação relativa do endividamento externo nos estoques de dívidas cai suavemente, de 27,5% para 26,7%. Caso seja ponderado o movimento de apreciação da taxa de câmbio real, entre 1990 e 1993, acelerado em 1994, pode-se ver que a referida queda produziu-se em um quadro de maior ritmo de expansão do endividamento externo, calculado em moeda estrangeira, do que da dívida bancária interna, calculada em reais. Em 1996, por outro lado, parece ocorrer um inflexão desta tendência, de forma que a taxa de crescimento da dívida em moeda estrangeira, que atinge expressivos 25% entre 95 e 96, foi inferior à taxa de expansão do crédito interno contratado. Isto fez cair o peso das dívidas diretas denominadas em moeda estrangeira relativamente aos estoques de dívidas retidos pelas firmas privadas. Esta relação transita de 28,2% em 1995 para 23,2% em 1996. A despeito deste repique localizado, fica clara a tendência de crescimento da participação das dívidas externas na composição dos estoques de passivos financeiros dos tomadores industriais no triênio 90-93. Esta razão se estabiliza até 95 e recua suavemente em 1996.

A trajetória dos referidos indicadores decompostos pela origem da propriedade do capital revela diferenças significativas nos esquemas de financiamento das firmas nacionais e estrangeiras. A intensidade do ajuste financeiro realizado foi maior para as empresas controladas por capitais forâneos. Estas passam de uma participação de 25% das dívidas diretas contratadas em moeda estrangeira no conjunto de suas obrigações financeiras, em 1991, para um esquema relativamente mais intensivo no uso de dívidas externas. Estas atingem o seu máximo em 1993. Neste ano 66,7% do passivo financeiro das empresas estrangeiras era composto por recursos tomados no mercado internacional. Esta relação cai suavemente em 1994, e recua sustentadamente a partir de então até 1996, quando atinge a marca de 38,5%. Cabe notar, entretanto, que esta queda foi paralela ao expressivo crescimento de 47% de seus estoques de dívidas externas diretas. Elas não revelam, desta forma, perda de dinamismo do endividamento externo, antes o contrário.

As empresas de capital privado nacional, por seu turno, descreveram uma trajetória de elevação mais lenta, porém persistente, da participação dos recursos externos no mix das moedas de denominação de suas dívidas financeiras. Estas transitam de um quadro em que apenas 1% de suas dívidas correspondiam a obrigações externas, em 1991, para um arranjo em que cerca de 22% de seus passivos financeiros haviam sido contratados via emissão de dívida direta nos mercados financeiros internacionais, em 1995.

A análise das informações desagregadas destaca as empresas dos setores de fabricação de minerais não metálicos, fabricação de outros produtos metalúrgicos, fabricação de produtos farmacêuticos e perfumaria como os relativamente mais "expostos" em moeda estrangeira ( ver Tabela 18 em anexo ). Nestes setores, de acordo com a amostra de empresas utilizada, a "substituição" de recursos internos por fundos externos mostrou-se especialmente intensa. O peso das dívidas externas no conjunto dos estoques de dívidas atingiu cifras expressivas, representando 63,7%, 58,7% e 55,8%, respectivamente, das obrigações financeiras totais carregadas pelas firmas destes setores no ano de 1996. Nos setores de extrativa mineral e extração de petróleo e gás, esta relação cai sustentadamente desde 1993. Esta passa do patamar de 32,6% para o piso de 16,9% em 1996, para o primeiro setor e transita de 26,8% em 1993 para 4,7% em 1996, no segundo<sup>92</sup>.

As expressivas mudanças na composição das moedas de denominação das dívidas ( doméstica ou externas ) foram produzidas em um quadro tendencial de

---

<sup>92</sup> Os referidos números descrevem uma trajetória inversa quando são excluídos do cômputo os dados referentes as grandes empresas estatais Companhia Vale do Rio Doce e a Petrobrás, para as quais o movimento de ajuste na composição dos estoques de passivos segue um conjunto distinto de determinações.

crescimento dos estoques de dívidas denominadas em moeda estrangeira deste conjunto de empresas. As flutuações dos níveis de participação dos fundos externos no mix de financiamento praticado devem espelhar, além de especificidades setoriais, a reação defensiva das grandes empresas aos riscos decorrentes do crescimento dos níveis de exposição em moeda estrangeira na composição de seus passivos.

A tendência de apreciação da taxa de câmbio real verificada no período 1990 – 1994 espelhou-se nos referidos coeficientes. Grosso modo, observa-se um processo de “dolarização” ( ou “externalização”, para ser mais rigoroso, pois nem todas as operações de captação são denominadas na moeda norte-americana ) de parcela das dívidas financeiras do setor industrial privado. As empresas do setor siderúrgico contempladas na amostra apresentam uma mudança gradual no perfil do passivo, caracterizada pelo crescimento lento da participação das dívidas diretas no estoque das dívidas financeiras, que passam de 0,2% em 1990 para 8,7% em 1996<sup>93</sup>.

A indústria de papel e gráfica ( celulose ), com grande tradição exportadora, apresenta uma trajetória de elevação progressiva e contínua da participação do endividamento externo na composição dos recursos financeiros de terceiros utilizados. Esta relação foi de 5,2% em 1992, 14,6% em 1993, 17,8% em 1994 e 20,7% em 1995, estabilizando-se neste patamar, atingindo a marca de 21,3% em 1996<sup>94</sup>

#### 4.8 - O Ajuste Financeiro dos Tomadores de Fundos Externos do Setor Industrial nos anos 90: uma breve recapitulação

As captações de curto prazo, no triênio 90 – 93, devem ter substituído o financiamento bancário interno e devem ter financiado a aquisição de ativos financeiros domésticos. A contrapartida deste movimento deve ter sido decomposta em mudança na estrutura do endividamento bancário, no lado passivo, e de elevação do peso dos ativos financeiros na composição do ativo circulante das firmas.

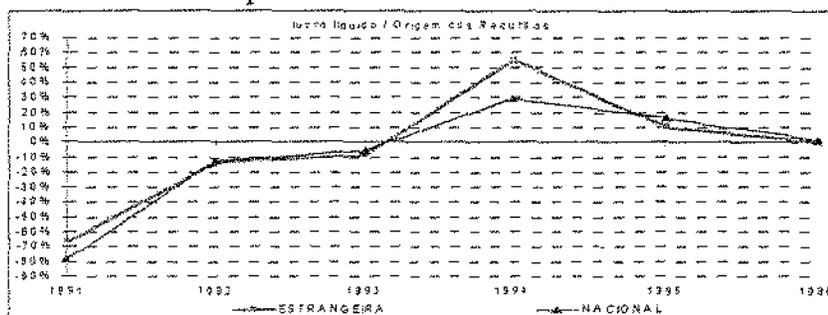
No contexto de forte exposição da indústria à concorrência externa e elevada instabilidade do produto real e das variáveis macroeconômicas centrais para o cálculo empresarial, a elevação dos diferenciais das taxas de juros internos e externos opera

<sup>93</sup> A escalada das captações do setor siderúrgico persistiu fortemente em 1997 e princípio de 1998, sob impulso da reestruturação no setor, de forma que apenas a CST chegasse a carregar, em setembro de 1998, segundo informações da Gazeta Mercantil, um estoque de US\$1.1 bilhões de dólares em dívidas externas, dos quais 523 milhões correspondem à securitização de exportações, e inclui dívida com organismos internacionais e uma carteira de ACC's, estando “hedgeada” por receitas de exportação da ordem de US\$1 bilhão por ano ( Gazeta Mercantil, “Globopar avalia estratégia para bônus”, 26/agosto/1998 ).

<sup>94</sup> Este resultado deveria atingir níveis elevadíssimos de participação das dívidas externas totais caso fossem incorporados as operações de crédito bancário e, principalmente, o crédito para financiamento de exportação, via ACC's, e o financiamento de importações.

como fator adicional de diferenciação das firmas dentro dos respectivos mercados. A desobstrução dos canais de ligação dos tomadores de primeira linha com os mercados financeiros internacionais promoveu o crescimento das assimetrias financeiras, entre as firmas qualificadas e as não aptas a tomar recursos externos. A elevação dos diferenciais das taxas de juros afetou positivamente as empresas menos avessas ao risco que puderam captar externamente, enquanto afetou negativamente aquelas que dependem exclusivamente do financiamento bancário doméstico endividadas em termos líquidos.

Gráfico 14  
Brasil 1990 - 1996  
Lucros líquidos / Recursos Totais Mobilizados



Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Lucro líquido declarado / origem de recursos. Origem dos recursos = soma de recursos próprios e de terceiros.

O gráfico 14 representa a relação entre fundos internos e o volume total de fundos mobilizados pelas firmas. Este quadro demonstra como os resultados negativos obtidos nos primeiros anos da década, sob impacto da abertura comercial, recessão e da desvalorização real imposta na carteira de ativos financeiros com a “retenção da liquidez”, envolveram a queda da disponibilidade de autofinanciamento (negativo no triênio 1990 - 1993). A conjugação destes fatores estreitou o raio de alternativas disponíveis para as decisões de financiamento das grandes empresas. A disponibilidade de fundos internos elevou-se fortemente no contexto de crescimento acelerado em 1994 e estabilizou-se em termos bem mais modestos após no período 95 - 96. Neste cenário, que combina o crescimento das “aquisições do ativo permanente” (proxy para gastos com investimentos, ver gráfico 19 em anexo), queda da disponibilidade de autofinanciamento e crescimento dos níveis de liquidez, o ajuste do mix de financiamento das aquisições de capital fixo deve estar resultando no uso relativamente mais intenso de fundos de terceiros. Esta tendência é ilustrada no gráfico acima, referente ao peso dos lucros líquidos no total dos recursos mobilizados pelas firmas.

O ajuste no perfil dos estoques de obrigações financeiras das firmas industriais possuiu como um de seus eixos fundamentais o crescimento progressivo, no período 91 - 93, da participação relativa das dívidas diretas denominadas em moeda estrangeira no conjunto dos estoques de dívidas financeiras carregado pelas firmas. Esta relação subiu progressivamente até atingir o pico em 1993. Neste ano, cerca de 27% das dívidas financeiras das firmas privadas contempladas na amostra decorriam da emissão de bônus no exterior. Esta participação relativa manteve-se estável no triênio 93 - 95 e caiu suavemente em 1996.

O fato de que aparentemente existia amplo espaço para as firmas industriais aprofundarem a substituição de dívidas internas por dívida externa sugere que estas aproveitaram as oportunidades de "arbitragem" e de redefinição do "funding" a partir de uma estratégia defensiva relativamente avessa ao risco. O custo implícito associado à concentração de posições em moeda estrangeira ( especialmente para firmas que não possuíam parcelas expressivas de sua receita em moeda estrangeira ), em um quadro de incertezas significativas sobre a sustentabilidade do mix de políticas macroeconômicas e do financiamento dos déficits em transações correntes, operou como uma trava efetiva à expansão mais pronunciada do endividamento em moeda estrangeira.

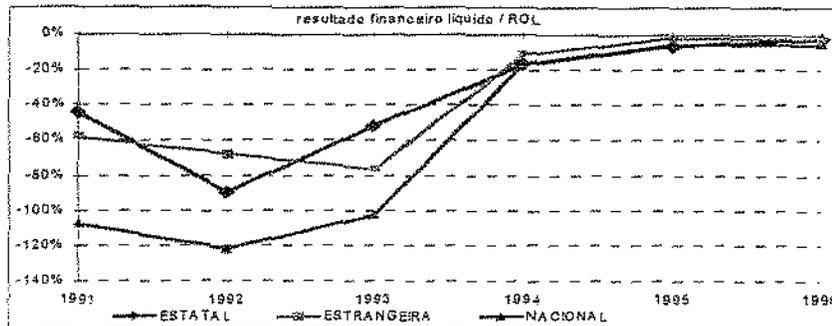
O crescimento do custo implícito do financiamento externo decorrente dos níveis de risco cambial percebido, conjugado à maior exposição ( princípio do risco crescente ) evitou que o processo de ajuste do mix de financiamento e dos estoques de passivos gerasse níveis médios mais elevados de troca do "funding" interno por externo<sup>95</sup>. A taxa de crescimento do endividamento externo foi limitada pela necessidade de evitar níveis excessivos de concentração dos passivos em obrigações descasadas do fluxo de receitas correntes das empresas.

A razão entre o resultado financeiro líquido declarado ( soma de receitas e despesas financeiras ) / receita operacional líquida das tomadoras é apresentada no gráfico 15. Este demonstra que os tomadores apresentaram resultados financeiros fortemente negativos, no início da década, ajudando a deprimir fortemente a rentabilidade do capital próprio no quadro de elevadas taxas de juros e índices relativamente baixos de liquidez, em 1990 e 1991. Esta situação

<sup>95</sup> É preciso lembrar que os desembolsos do BNDES crescem expressivamente no período e que, nas conjunturas de queda das taxas de juros domésticas, a TJLP, cujo nível flutua de acordo com uma cesta de taxas de juros domésticas e dos bradies brasileiros, aparecia como alternativa competitiva para a captação das empresas industriais. Isto é especialmente relevante se a incerteza sobre o cenário externo definia posturas conservadoras na escolha dos níveis de exposição em moeda estrangeira aceitáveis para as firmas privadas. Além disto, as estimativas apresentadas não incorporam as operações de repasse via Resolução 63, créditos bancários diretos no exterior, ACC's e financiamento às importações.

foi seguida da diminuição expressiva da relevância do resultado financeiro líquido na composição dos seus fluxos de caixa, no período posterior a 1993.

Gráfico 15  
Brasil 1991- 1996  
Razão ente Resultado Financeiro Líquido e Receita Operacional Líquida das Firms Industriais Tomadoras de Recursos<sup>96</sup>



Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal.

Os níveis de liquidez das firmas captadoras, que crescem sustentadamente no período, revelam que estas transitaram de uma posição média de relativa dependência do refinanciamento de curto prazo para um quadro de maior autonomia das condições de refinanciamento domésticas. A combinação do bloqueio dos ativos financeiros ( que gerou efeitos permanentes sobre a posição patrimonial dos detentores de ativos líquidos decorrentes da desvalorização de parcela da dívida pública em termos reais, no contexto do plano Collor 1 ) conjugada à retração do produto industrial ( que eleva o nível de retenção não desejada de estoques ) e a subida expressiva das taxas de juros reais domésticas materializou-se em uma tendência de deterioração dos resultados financeiros das firmas em tela no período 90 – 92 ( sugerindo que as firmas ativas no mercado de bônus possuíam, em termos médios, no início da década de noventa, mais dívidas financeiras do que ativos financeiros indexados à taxa de juros de curto prazo doméstica em carteira ).

Desta forma, a busca do mercado internacional e a expansão do endividamento inscrevem-se no esforço de recompor os patamares de rentabilidade. Estes foram corroídos, sob a ótica operacional a curto prazo, pela queda da atividade e dos mark ups. Pela ótica financeira a rentabilidade foi golpeada pelo choque representado pela elevação das taxas de juros reais

<sup>96</sup> As informações de balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados em períodos de alta inflação estão sujeitas a distorções muito fortes. Desta forma, a análise em tela procura apoiar-se na tendência dos movimentos descritos e menos na avaliação de suas magnitudes absolutas.

combinada à desvalorização real de parcela dos ativos financeiros ( no contexto do plano Collor ). Estes efeitos foram magnificados pela queda do ritmo de giro nos estoques, financiados com dívidas bancárias internas de curto prazo ou junto aos fornecedores. Esta diminuição da velocidade de circulação do capital líquido reduz as receitas financeiras decorrentes do float dos recursos de custo zero<sup>97</sup>.

A análise destes indicadores sugere que os resultados financeiros das firmas no contexto de alta inflação e elevadas taxas de juros domésticas, responderam por parcela expressiva do resultado do exercício. O elevadíssimo peso dos prejuízos financeiros relativamente às receitas operacionais ( além de distorção de medida causada pela inflação elevada ) deve decorrer do custo do financiamento do capital de giro sobre condições de elevadíssimas taxas de juros domésticas e retração acentuada do produto industrial, no triênio 90 - 92.

A queda dos níveis de utilização de capacidade, em alta inflação, deteriora os resultados financeiros das grandes empresas porque ela promove a elevação não desejada de estoques ( parcialmente financiados com dívida bancária interna ) e a diminuição do turn over do capital líquido. Em um regime de alta inflação, a menor velocidade de giro dos estoques deprime as receitas financeiras decorrentes da apropriação privada do float ( dado o crédito comercial embutido no suprimento de matérias primas e insumos adiantadas pelos fornecedores, e salários, quanto mais veloz o ritmo de giro dos estoques maior o prazo de aplicação dos recursos de custo zero em ativos indexados, maior os ganhos financeiros decorrentes da apropriação do float, da desvalorização inflacionária da moeda, por parte das firmas industriais<sup>98</sup> ).

A convergência do resultado financeiro líquido, após 1994, para um patamar pouco significativo e relativamente equilibrado reflete o impacto do crescimento acelerado das vendas sobre o custo de retenção de estoques. Este

---

<sup>97</sup> O resultado financeiro líquido, soma de receitas e despesas financeiras, apresentado por uma empresa depende da razão entre ativos financeiros e passivos vinculados à taxa de juros de curto prazo doméstica e do nível desta taxa. Se a empresa possui mais dívidas do que ativos vinculados à taxa de juros doméstica de curto prazo, a sua elevação deteriora o resultado financeiro obtido. Por outro lado, se a firma carrega mais ativos financeiros líquidos do que dívidas vinculadas a esta taxa ( seja porque ela possui poucas dívidas totais ou porque o perfil do seu endividamento é de longo prazo e não atrelado à taxa de juros doméstica de curto prazo ) seu resultado financeiro será positivamente afetado por uma elevação das taxas de juros domésticas. A fortíssima elevação das taxas de juros domésticas incide diferenciadamente sobre as firmas dependendo de sua posição patrimonial. O endividamento externo a prazos mais longos e a taxa fixa em moeda estrangeira opera como forma de isolar o resultado financeiro da firma aos choques das taxa de juros interna.

<sup>98</sup> Para uma discussão sobre como a superindexação coordenada, incentivada pela criação da URV, no quadro de implementação do Plano Real, permitiu uma transição para a estabilidade capaz de preservar, em um cenário desprovido das receitas inflacionárias, a mesma estrutura de rendimentos relativos auferida sob condições de alta inflação, via precificação do float dentro das cadeias produtivas, Ver Franco ( 1996 ).

resultado sugere que as firmas elevaram o peso dos ativos financeiros líquidos domésticos relativamente ao das dívidas vinculadas à taxa de juros internas de curto prazo, estando relativamente imunes a variações nesta taxa<sup>99</sup>.

O nível do endividamento desejado pelas firmas elevou-se com a estabilização em virtude da queda endógena dos níveis de risco percebido no carregamento de dívidas. Este processo foi acompanhado pela retração dos mark ups praticados e pela retomada localizada nos planos de inversão, após 1993 (desencadeados crucialmente pelo esforço de modernização do estoque de capital instalado). Este cenário foi completado pela expressiva queda da rentabilidade da atividade exportadora, e por mudanças na distribuição do controle da propriedade do capital em diversos segmentos da matriz industrial (Rodrigues, 1998).

Neste contexto, a destinação dos recursos levantados externamente envolveu a troca de dívida denominada em moeda doméstica por dívida denominada em moeda estrangeira, melhorando o perfil de custos e prazos das dívidas retidas. Parcela das captações externas, a partir de 1993, promoveu a rolagem de compromissos de curto prazo assumidos nas emissões que inauguraram o ciclo de endividamento externo em 1990, fortemente concentrados no curto prazo. A recuperação suave do produto industrial (que tende a impactar o volume de fundos demandados visando financiar a expansão do capital de giro) e da taxa de investimento, a partir de 1993, refletiram-se no crescimento do prazo médio das captações da indústria. No ano de 1994, a forte e tónica elevação da rentabilidade das firmas (decorrentes do expressivo ritmo de expansão do setor industrial desencadeado pela estabilização) expressou-se em um comportamento atípico dos indicadores financeiros patrimoniais das firmas que buscaram recursos no mercado internacional, com suave elevação do uso de fundos próprios.

No biênio 1995 – 1996 observou-se o movimento de desaceleração do produto industrial e reajuste baixista dos mark ups, deprimindo a rentabilidade. Este foi conjugado à recuperação mais intensa do esforço de investimento da indústria (Bielchowsky, 1998<sup>a</sup>). Nestas circunstâncias, o peso das emissões externas realizadas visando “fundar” os projetos de inversão (concentrados

---

<sup>99</sup> Isto pode ser resultado do impacto do endividamento externo sobre o perfil do passivo e da aquisição de ativos financeiros com parte dos fundos externos e dos lucros retidos a partir de 1994. Mesmo para as firmas que estavam investindo, o esquema de funding do projeto pode ter protegido os resultados financeiros das empresas de elevações expressivas nas taxas de juros internas. Este movimento foi verificado em 1995, onde o resultado financeiro líquido das tomadoras não deteriorou-se expressivamente.

fundamentalmente em modernização ) deve estar elevando-se no conjunto dos fundos mobilizados pelo setor industrial.

O crescimento, ainda que modesto, da taxa de inversão, refletiu-se na dilatação expressiva dos prazos médios das captações ente 1993 – 1996. Além da menor incerteza decorrente do risco cambial, sinalizada pela política econômica em curso após o Plano Real, a eliminação do risco financeiro inscrito em um regime de alta inflação deu impulso para o processo de crescimento da alavancagem e de alongamento dos prazos de contratação dos recursos externos. Estes recursos, além de realizar o “funding” dos investimento planejados, serviram para alongar o perfil de maturação das dívidas financeiras – minimizando a dependência do refinanciamento de curto prazo e barateando o custo de servir os estoques de dívidas.

A hipótese sustentada neste trabalho é a de que, sob a ótica do setor industrial, a conjugação de reinserção financeira externa, abertura comercial e, posteriormente, de estabilização monetária ( principais vetores da transformação do ambiente concorrencial da indústria na década de noventa ), impuseram um ajuste financeiro-patrimonial às grandes empresas industriais privadas. Este foi caracterizado pela mudança no perfil dos recursos demandados para financiar a expansão do capital de giro e do capital fixo.

O ajuste afetou a composição dos seus estoques de passivos, referentes ao uso de recursos próprios / terceiros, elevou o peso das dívidas financeiras relativamente ao conjunto do passivo e fez crescer a participação das dívidas denominadas em moeda estrangeira no conjunto das dívidas financeiras retidas pelas firmas. Este ajustamento as novas condições de custo contratual, risco e volume dos fundos ( próprios e de terceiros ) disponíveis junto às fontes internas e externas, foi marcado pela progressiva, porém suave, expansão do endividamento empresarial.

O crescimento dos níveis de endividamento, referente ao uso mais intenso de recursos de terceiros em relação aos recursos próprios no contexto de economia aberta ( que propiciou uma queda abrupta de rentabilidade sobre o capital próprio das firmas industriais ), foi paralela ao processo de financeirização dos seus estoques de passivo ( crescimento da relação dívidas financeiros / passivos de curto e longo prazo ). Este combinou-se à ampliação do peso relativo das dívidas diretas denominadas em moeda estrangeira no conjunto dos estoques de dívidas financeiras carregadas pela grande empresa industrial privada.

## CONCLUSÃO

Após uma década de estagnação e forte instabilidade impostas às economias endividadas na América Latina, sob o acicate de um profundo estrangulamento financeiro - cambial, o processo de digestão da carteira de ativos podres dos grandes bancos internacionais na região foi completado ( Baer, 1993 ). Sob impacto de inovações financeiras que se alastravam feito cogumelos após a chuva, os países antes submetidos a um rigoroso racionamento do crédito externo foram reinseridos na dinâmica privada do sistema financeiro internacional. Em curto espaço de tempo os antigos vilões da crise da dívida figuravam como mercados emergentes. Nestes países verificou-se, sob impulso de vastas correntes financeiras externas, um ciclo de valorização de ativos nos mercados acionários e mobiliário em geral, que se reforçaram mutuamente ( Krugman, 1995 ). A abertura de amplas oportunidades de valorização para os investidores nos relativamente estreitos mercados acionários foi paralela à recomposição de fluxos expressivos de investimento estrangeiro direto para a região. No vácuo deste movimento, as portas dos mercados de endividamento via bônus foram escancaradas para os tomadores de primeira linha destas economias. Como que por encanto, o racionamento do crédito externo foi flexibilizado, fornecendo às economias a munição requerida para desativar os mecanismos alimentadores da instabilidade inflacionária. Esta mudança no contexto internacional foi central para viabilizar os programas de estabilização ancorados na taxa de câmbio, em contextos de progressiva liberalização comercial e financeira. Sob os incentivos do regresso aos circuitos financeiros internacionais as economias que operaram em longos períodos de alta inflação foram sendo alinhadas em uma agenda de políticas de cunho liberalizante.

O canto da sereia do endividamento externo foi escutado pelos condutores das políticas oficiais como sinal de prestígio financeiro. Este garantia o acesso a uma fonte de financiamento aparentemente inesgotável dos desequilíbrios externos. As políticas internas operadas a partir de 1994, no Brasil, tenderam a aprofundar a dependência pela manutenção das condições de financiamento externo. Isto foi realizado à medida em que estas empurravam as empresas para o mercado financeiro internacional e ampliavam sustentadamente o déficit em transações correntes relativamente ao PIB, ainda que sem a contrapartida de uma vigorosa expansão da taxa de inversão, como verificado na década de setenta.

Sob a ótica dos esquemas de financiamento empresarial este quadro de reinserção aos mercados financeiros, queda da proteção e, posteriormente, de

estabilização com câmbio apreciado, formatou o ajuste no mix de recursos mobilizados pelas grandes empresas. Na década de noventa, o processo de adaptação dos esquemas de financiamento das firmas industriais privadas às novas condições de custo, risco, volume e prazo dos fundos mobilizáveis ( recursos próprios e de terceiros, internos e externos ) esteve na raiz das correntes de capital mobilizadas através do endividamento externo em moeda.

O reequacionamento dos estoques de passivos da grande empresa industrial decorreu da reconstrução de canais de ligação com os mercados financeiros internacionais e das políticas domésticas de câmbio e juros. Estas aproveitaram as brechas abertas pela elevada disponibilidade de liquidez internacional para criar amplas oportunidades de valorização para os tomadores de recursos externos. A abertura comercial e as transformações no ambiente macroeconômico verificadas após o Plano Real, por outro lado, impuseram um ajuste restritivo dos mark ups. Além disso, a estabilização inflou o nível de alavancagem desejada pelas firmas. Este elevou-se em função da maior previsibilidade introduzida no cálculo econômico em uma economia estável relativamente ao nível de risco em alta inflação, onde verifica-se um viés para o desendividamento. Esta combinação de fatores operou como força motora do processo de endividamento externo do setor industrial, verificado no período 1990 - 1996.

As transformações realizadas pelo lado da “oferta” de fundos são as forças propulsoras do novo ciclo de endividamento externo, verificado pela indústria na década de noventa. As linhas mestras do ajustamento financeiro perseguido pela grande empresa privada no período 1990 - 1996 traduziram-se no uso mais intenso de recursos de terceiros relativamente aos fundos próprios, na tendência de “financeirização” do passivo, no crescimento das dívidas financeiras contratadas em moeda estrangeira em relação às contratadas em moeda doméstica, além de associar-se a alterações no perfil de maturidade das dívidas, gerando a menor dependência das condições de refinanciamento de curto prazo. A compressão das margens de autofinanciamento do setor industrial decorreu de fatores conjunturais, ligados a contextos recessivos ( 90 - 92 ) e de baixo dinamismo ( 95 - 97 ), aliados a fatores estruturais, decorrentes da queda dos níveis de proteção. Esta, em um quadro tendencial de apreciação da taxa de câmbio real, gerou uma pressão restritiva sobre o nível dos mark ups praticados pelas grandes empresas. Adicionalmente, a estabilidade macroeconômica, a partir de meados de 1994, desativou os mecanismos altistas que viesavam a formação de preços das firmas industriais.

Na fase inicial do ciclo financeiro, a consolidação da confiança dos investidores externos reflete-se na elevação dos níveis desejados de participação dos ativos de

mercados “emergentes” em sua carteira, e na retração dos spreads de risco cobrados dos residentes. A dinâmica financeira na fase ascendente do ciclo foi caracterizada por elevadas taxas de retorno criadas pelas amplas possibilidades de ganhos de capital nos mercados de renda variável, pelo elevado coupon cambial nas operações de renda fixa, ou pelo otimismo quanto à qualidade dos projetos dos emissores de dívidas diretas. A euforia, gerada na fase ascendente do ciclo, tende a afrouxar a avaliação de risco dos investidores, de forma análoga ao que ocorre nos ciclos de crédito descritos por Minsky ( 1986 ). Neste quadro, o crescimento da confiança de tomadores e credores produz níveis exagerados de exposição de bancos e investidores. Quando ocorre a inflexão ( seja por conta da desaceleração endógena no mercado de bens, pela percepção de insustentabilidade das políticas domésticas ou por algum choque exógeno ) os parâmetros de exposição desejada são subitamente revistos. Isto tende a desfazer as convenções de mercado e desencadear um movimento de manada, que promove a inversão súbita do sentido percorrido pelos fluxos de capital, podendo culminar no fechamento dos mercados voluntários para os países endividados.

O contágio de crises internacionais realiza-se rapidamente através da fuga dos recursos externos aplicados nos mercados de renda variável ( ações ) mais líquidos ( a BOVESPA é o mais líquido dos mercados ditos emergentes ). Investidores que realizaram perdas em outras partes do mundo procuram desfazer-se de posições nas praças líquidas. Estes ajustes de carteira visam recompor o nível de caixa requerido para ajustar as margens de garantias nas operações de derivativos, ou saldar os compromissos decorrentes das perdas externas em suas posições a descoberto, muitas vezes financiadas com crédito bancário ( Ferreira, 1995 ). Este canal de transmissão da instabilidade externa para os mercados locais deflora um processo de deflação de ativos financeiros domésticos.

A crise de confiança na sustentabilidade da política cambial desencadeia um processo de cancelamento das novas emissões de dívida, o corte nos refinanciamentos dos bônus com prazo por vencer, de acionamento das cláusulas de put dos títulos, e estimula os devedores a realizar remessas visando comprar parcela de suas dívidas com deságio nos mercados secundários. Esta reação é combinada a um movimento de busca de proteção nos mercados futuros de divisas, domésticos ou no exterior e ao crescimento da demanda por títulos públicos indexados à taxa de câmbio.

A assimetria de informações entre os investidores externos ( que operam em manada para o bloco dos emergentes ) e os agentes internos faz com que o preço dos títulos de dívida externa caia expressivamente. Os investidores, achando que o risco de mudança no regime de câmbio se transformará em risco de crédito, preferem vender os papéis com deságio a aguardar os rendimentos nominais fixos no futuro. A

queda expressiva das cotações dos títulos de dívida externa no contexto de pânico financeiro cria oportunidades expressivas de ganhos de arbitragem para os residentes. ( Os papéis que prometem rendimentos fixos em moeda estrangeira possuem a taxa de retorno real em dólar inflada pela queda expressiva dos preços dos papéis ). As oportunidades de arbitragem nos mercados secundários de bônus reforçam o movimento de remessas e a pressão contra a política cambial. O fato de que a iminência de uma crise cambial se reflete na queda dos preços das dívidas denominadas em dólar e no movimento de compra destes papéis por parte de residentes deve decorrer da assimetria de informações sobre as possibilidades concretas de que as dificuldades de financiamento se traduzam em riscos de que o credor não honre os compromissos financeiros em moeda estrangeira. Ela pode decorrer, por outro lado, da percepção de risco de que a crise de financiamento gere respostas domésticas que introduza alguma forma de controle das operações de câmbio ou culminem na moratória do país. Nestes casos, o investidor realiza uma perda patrimonial enquanto o devedor continua a ter que realizar os depósitos em moeda nacional junto a autoridade monetária nos prazos contratualmente previstos de desembolso com a dívida, sendo a remessa de divisas travada pela autoridade monetária. Isto revela que uma eventual moratória exerce o efeito automático de “queimar” os ativos dos investidores mas não o de queimar o passivo dos residentes denominados em moeda estrangeira – com o que se criam estímulos para as firmas recomprarem parcela de suas dívidas com deságio.

A reversão do estado das convenções externas desencadeia um movimento interno dos detentores dos ativos líquidos, que se materializa em um ataque especulativo contra as paridades estabelecidas no regime de “âncora cambial”. Visando estancar este movimento, a política monetária é usada para atrair os capitais a curto prazo, gerando expressivos ganhos de arbitragem com taxas de juros. Esta reação, entretanto, desacelera o nível de atividade e deteriora as contas públicas. As finanças públicas ficam abaladas pelo lado fiscal pela queda endógena das receitas tributárias, gerada pela queda do nível de atividade e pelo crescimento do custo de rolagem da dívida pública ( em 1998 no Brasil com grande parte pós-fixada ou indexada ao câmbio ). A ruptura dos fluxos de financiamento se materializa na dificuldade de rolar a dívida pública interna, cuja composição tende a se deteriorar com o estreitamento ainda mais intenso dos prazos e crescimento da parcela indexada à taxa de câmbio. Ainda que os recursos externos não sejam canalizados diretamente para o setor público, quando segmentos do setor privado deixam de poder captar recursos externos estes serão obrigados a resgatar suas reservas líquidas domésticas, aplicadas ao menos parcialmente em títulos públicos, para financiar suas atividades

correntes e saldar as obrigações em moeda estrangeira. Isto diminui a disposição do setor privado interno de canalizar suas reservas líquidas para financiar os déficits fiscais.

Em contextos de crise financeira, a sensibilidade juros dos fluxos de capital de curto prazo caem expressivamente. Sob o calor do pânico financeiro, a elevação das taxas de juros requeridas para preservar o mix de políticas macroeconômicas eleva drasticamente o custo fiscal, e de perda de produto, inscrito na defesa do regime de âncora cambial através da política monetária apertada. No limite esta briga transforma-se em uma demonstração quixotesca de impotência das autoridades monetárias dos países periféricos.

A crise financeira externa culminou com a implosão da variante local de âncora cambial - centrada, recentemente, na condução de bandas estreitas de flutuação das paridades. A ruptura do regime cambial, em janeiro de 1999, destruiu um dos pilares de sustentação das políticas de estímulo ao endividamento em moeda estrangeira ( Margarido, 1997 ). A intensa movimentação que precede a flexibilização da taxa de câmbio operou uma acelerada redistribuição do ônus patrimonial inscrito na redefinição das paridades. As empresas endividadas em moeda estrangeira do setor industrial usualmente possuíam uma confortável posição de liquidez, com o que deve ter sido possível realizar uma expressiva transferência de fundos visando comprar parte das dívidas velhas com deságio. Parte dos detentores de passivos em moeda estrangeira do setor privado encontraram proteção elevando a participação dos títulos públicos indexados a taxa de câmbio em suas carteiras.

O ciclo recente de endividamento externo associou-se estreitamente ao ajustamento financeiro da grande empresa industrial. É bom frisar que a mobilização de recursos externos, via empréstimos em moeda, nem sempre esteve correlacionada aos movimentos da formação de capital. A adaptação dos esquemas de financiamento empresarial às novas condições de custos relativos dos fundos próprios e de terceiros, mobilizáveis junto as fontes internas e externas, comandou parte da dinâmica financeira industrial privada.

O cenário que emergiu na década de noventa, decorrente de fatores exógenos e da condução das políticas domésticas, criou um viés pelo endividamento empresarial, e, especialmente, pelo endividamento em moeda estrangeira. Vale lembrar que a estrutura de prazos dos recursos tomados foi progressivamente alongada durante a década, e as emissões externas foram concentradas nas operações a taxas fixas. Este movimento sugere uma progressiva mudança na composição de usos dos fundos.

Sob a ótica do balanço de pagamentos, o viés pró dívidas em moeda estrangeira, inscrito no ajuste financeiro da grande empresa, contribuiu fortemente para a expansão do passivo externo. A adaptação dos esquemas de financiamento das grandes empresas ( em um quadro de economia aberta com câmbio apreciado e farta liquidez internacional ) foi o outro lado da moeda da crescente fragilidade externa.

A crise financeira que culmina com a flexibilização da política cambial do Real marca uma inflexão na trajetória de ajustamento financeiro perseguido pelas grandes empresas industriais privadas, descrito em suas linhas mestras ao longo deste trabalho. Ela opera, desta forma, como um marco na periodização sobre a trajetória dos esquemas de financiamento da grande empresa.

Neste quadro, a questão da intermediação financeira doméstica deve ganhar espaço no debate sobre as raízes e os limites da dependência externa na economia brasileira. A idéia de que a absorção de "poupança externa" representa a "contribuição do resto do mundo para a evolução da absorção doméstica" é uma identidade ex post. Uma identidade definicional não deve obscurecer o fato de que, sob diferentes arranjos institucionais e políticas macroeconômicas, a mesma variação na taxa de investimento pode estar associada a distintos esquemas de financiamento junto a fontes internas e externas.

A discussão sobre as bases de sustentação de longo prazo do crescimento com equilíbrio externo intertemporal deve deslocar-se para o campo do papel do sistema de intermediação financeira doméstico no suprimento de "funding" para a inversão. Caso contrário, seremos destinados a esquecer forçosamente os erros do passado e aguardar passivamente, e uma vez mais, uma nova oportunidade de caminhar, de braços abertos e sem defesas, em direção aos acordos sedutores emitidos pelo canto da sereia dos mercados financeiros internacionais.

## ANEXO METODOLOGICO

As Informações sobre o endividamento externo<sup>100</sup>

As informações utilizadas para a análise da trajetória do endividamento externo das firmas industriais foram obtidas junto ao Departamento de Fiscalização e Registros dos Capitais Estrangeiros - FIRCE, Banco Central do Brasil. As referidas informações dizem respeito ao valor captado em dólares, o ano de emissão da dívida, as taxas de juros de referência, se fixa ou flutuante, os spreads pagos, o prazo de amortização dos contratos constantes nos registros das operações de emissão de bônus, notes, Commercial papers e securitização de exportações. As empresas que realizaram as emissões foram classificadas pela origem da propriedade do capital dos grupos controladores. A classificação foi feita utilizando-se informações disponíveis no Balanço Anual da Gazeta Mercantil, no Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, no Atlas Financeiro do Brasil e no "Quem é Quem na Economia Brasileira". A classificação setorial permitiu que fossem separadas as operações das firmas industriais, que correspondia ao recorte deste trabalho, e serviu de base para a construção da informação decomposta por categoria de uso. O cruzamento das referidas fontes possibilitou, por outro lado, que fossem decompostos os fluxos de endividamento direto pela origem da propriedade do capital das firmas emissoras. A tabulação dos dados permitiu a realização de comparações sobre custos e prazos das captações entre as empresas industriais nacionais, estrangeiras e estatais. As informações médias sobre prazo e spread foram elaboradas de forma ponderada pela participação relativa de cada operação no valor do agregado relevante.

As informações referentes à posição patrimonial das firmas foram obtidas através do Balanço Anual da Gazeta Mercantil, que organiza as informações extraídas dos balanços patrimoniais e dos demonstrativos de resultados publicados. Os dados de balanço disponíveis de forma contínua para todo o período 1991 - 1996 permitiu cobrir um grupo de 74 grandes empresas industriais responsáveis por cerca de 50% dos fluxos de captação realizados pelo setor industrial. As tabelas que apresentam o cruzamento das informações de captação com os indicadores patrimoniais dizem respeito a este subconjunto de empresas. Os indicadores referentes à participação dos estoques de dívida

---

<sup>100</sup> Todo o trabalho de tabulação e organização das informações foi realizado em cooperação com o técnico do IPEA Giovanni Mello, que realiza projeto pessoal sobre o endividamento via bônus.

denominadas em moeda estrangeira em relação ao estoque de dívidas financeiras foi elaborado através da razão referente ao item dívidas financeiras dos balanços, medidas em dólares de 31 de dezembro, contra o saldo acumulado dos fluxos de captações realizadas via títulos no período, convertido pelas paridades da mesma data. A estimativa dos estoques de dívidas externas retidas pelas empresas nas datas de fechamento dos balanços foram obtidas através da soma dos fluxos acumulados no período progresso - descontando as operações que atingiam o prazo de vencimento. As estimativas de fluxos acumulados de dívidas externas foram cruzadas às informações sobre o valor, em dólares, do conjunto de todas as dívidas financeiras das firmas. O cruzamento permitiu construir a relação que indica a forma com que evoluiu a composição dos passivos entre dívidas internas e dívidas diretas externas.

Como as informações indicavam apenas o ano da captação e o prazo de carência e amortização a partir daquela data (desconhecida), o valor acumulado dos fluxos pode eventualmente, nos períodos em que ocorra o vencimento de dívidas velhas, sub ou sobrestimar os estoques de dívidas externa retidas pelas firmas. Os fluxos acumulados de dívidas externas retidas pelas empresas privadas antes de 1990 foram desprezados<sup>101</sup>. Por outro lado, parcela das emissões realizadas possuíam cláusulas de "put options" que permitiam aos credores resgatarem os recursos antes da data de vencimento estipulada. O resultado prático destas considerações no período estudado não deve ser muito significativo, não invalidando as conclusões extraídas sobre as tendências descritas pelas estruturas passivas da grande empresa privada.

As informações referentes aos balanços patrimoniais e aos demonstrativos de resultados das empresas dizem respeito ao grupo de empresas do setor industrial que realizaram operações de emissão externa via títulos para as quais existia informação contínua sobre as contas patrimoniais disponíveis ao longo de todo o período de 1990 - 1996. Do universo de emissoras industriais, os resultados referem-se a uma amostra de 74 grandes empresas, responsáveis por cerca de 50% das captações totais do setor industrial no período 1990 - 1996. Os indicadores de endividamento e liquidez foram obtidos pela média dos indicadores das firmas individuais ponderados pela participação do emissor na receita operacional líquida total das empresas de mesma origem da propriedade do capital

<sup>101</sup> A suposição de que as empresas não carregavam estoques de dívidas velhas significativos não pode ser aplicada para as empresas estatais. Como o escopo do presente trabalho é focado na análise das grandes empresas privadas, tal suposição não gera maiores distorções nas estimativas elaboradas. Rigorosamente, entretanto, as estimativas da razão entre dívidas denominadas em moeda estrangeira /

### As estimativas de mark ups

As estimativas de mark ups setoriais médios foram elaboradas no âmbito de pesquisa sobre a “Abertura comercial, Mark ups setoriais domésticos e rentabilidade relativa das exportações” (Pereira e Carvalho, 1998). A proxy apresentada no texto corresponde à razão dos índices de preços setoriais ( ipa og aberto ) e dos índices de custo setoriais. Elas são apresentadas, na tabela 1, em base anual, porém foram utilizadas em base trimestral e mensal para realizar os exercícios de correlação com a penetração das importações e com a taxa de câmbio real respectivamente.

Os índices de custo elaborados pela Funcex utilizam a matriz de insumo produto para definir a estrutura de ponderação a ser aplicada sobre os diversos IPAs abertos setorialmente, o índice de preços de energia elétrica, índice de salários nominais da FIESP, e o IPA americano ( como proxy dos preços das importações ) para gerar um índice que expresse a variação dos custos nominais do setor. Ele representa a evolução dos custos nominais que seria obtida, dada a estrutura de compras e desembolsos representada pelos coeficientes técnicos da última matriz de insumo produto.

Em anexo é apresentada uma tabela onde foram realizados cruzamentos de informações disponíveis na matriz de insumo produto, para os anos de 1985, 1990 a 1993, visando estimar o valor absoluto, em termos setoriais médios, dos mark ups dos diferentes setores. A proxy construída para avaliar a dimensão absoluta dos mark ups setoriais médios foi a razão entre valor da produção setorial e custos setoriais diretos. Estes foram definidos como a soma do consumo intermediário (tudo que um setor comprou de todos os setores da economia), importações setoriais, salários e contribuições sociais. Desta forma, a proxy escolhida para os mark ups setoriais médios é descrita pela fórmula abaixo:

$$MK_i = VP_i / ( CI_i + M_i + W_i + CS_i )$$

$MK_i$  = proxy para mark up médio do setor  $i$

$VP_i$  = valor da produção do setor  $i$  , obtida junto à matriz de insumo produto

$CI_i$  = consumo intermediário do setor  $i$ , exclusive importações (todas as compras realizadas pelo setor  $i$  para todos os setores da economia, obtida junto a matriz de insumo produto)

$M_i$  = importações totais realizadas pelo setor  $i$ , obtida junto a matriz de insumo produto

$W_i$  = salários pagos pelo setor  $i$

$CS_i$  = contribuições realizadas pelo setor  $i$

As referidas estimativas foram complementadas, para os períodos nos quais não existia informação direta disponível na matriz de insumo produto, pela aplicação do índice de mark up.

As estimativas construídas para cada um dos setores, obtidas para os anos em que existe informação disponível na matriz de insumo produto, foram atualizadas através da aplicação da taxa de variação obtida pelo índice de mark up ( $IP_{Asetorial} / I_{custo\ setorial}$ ). Os valores estimados, obtidos pela aplicação do índice de custo e preços sobre os valores de mark ups calculados diretamente na matriz de insumo produto, devem ser interpretados como o valor dos mark ups setoriais médios que seriam obtidos, face à evolução descrita pelos índices de preços e custos setoriais, caso a estrutura representada pelos coeficientes técnicos da última matriz de insumo produto disponível possa ser considerada uma representação aproximada das relações de fornecimento intra - setoriais.

As projeções construídas desta forma captam os efeitos indiretos das transformações estruturais geradas ao longo das cadeias produtivas sobre os mark ups, a medida em que estas se reflitam na evolução dos preços que ingressam na composição dos custos setoriais. Parcela dos impactos gerados pelas mudanças técnicas diretamente, que não dependam da evolução dos preços dos bens adquiridos pelo setor, mas que dependam da eficiência no uso dos insumos, não são captados pelos valores estimados dos mark ups. Desta forma, ganhos de produtividade que sejam gerados nos demais setores, e que sejam repassados aos preços dos insumos, são captados nas estimativas através de seus impactos sobre os índices de custos setoriais. Entretanto, alterações mais drásticas na estrutura técnica da indústria, que se materializem em uma mudança na estrutura de compras do setor, ou que promovam maior eficiência na indústria, gerando uma unidade de produto com menor quantidade de insumos, não são captadas nos valores estimados através deste procedimento. Isto significa que as estimativas de mark ups deveriam ser interpretadas como o valor que seria obtido, em termos setoriais médios, em um contexto de relativa estabilidade estrutural.

No período de 1986 a 1989 foi realizado um procedimento que visa minimizar os impactos desta limitação nas informações. Ao longo do período em questão foi realizado um procedimento de suavização das séries de mark ups estimados. Este procedimento foi realizado através da comparação do valor dos

mark ups, extraídos para o ano de 1990 através da Matriz de insumo produto, e do valor estimado pela projeção dos valores obtidos na matriz de 1985, mediante a aplicação do referido índice de mark up. Desta forma, foi possível comparar, para o ano de 1990 o valor estimado e o valor extraído da nova versão da matriz de insumo produto. A diferença obtida entre os valores estimados, que representam uma indicação de qual teria sido o mark up caso as relações estruturais representadas pela matriz de 1985 permanecessem um retrato da estrutura da indústria, e os valores construídos através das informações da matriz de 1990, indicam a vigência de mudanças estruturais no setor. As séries estimadas foram “suavizadas” através da decomposição uniforme do resíduo entre os valores dos mark ups estimados e extraídos da matriz para o ano de 1990, que refletem mudanças estruturais acumuladas ao longo do período. Os resíduos, entre os valores estimados e “verificados” dos mark ups setoriais médios para 1990, foram distribuídos ao longo dos anos de 1986 e 1989, sendo incorporados às estimativas através da aplicação de uma relação exponencial que suavizou esta diferença ao longo dos anos considerados.

O gráfico apresentado para o conjunto da indústria descreve a evolução do índice de mark up, Ipa indústria / índices de custos industriais da Funcex. A trajetória descrita pelos indicadores de mark ups do setor automóveis, caminhões e ônibus, foi calculada utilizando-se o IPA aberto para material de transporte, na categoria veículos a motor, coluna 43 da conjuntura econômica, até 1991. A partir de então foi utilizado um índice específico para veículos a passeio, proxy mais adequada para os preços das grandes montadoras, construído por De Negri (1995), no âmbito de trabalho sobre o regime automotivo brasileiro. Nos demais setores foram utilizados desagregações do IPA og.

As informações sobre os mark ups foram cruzadas às estimativas de coeficiente importado geradas por Haguenaer e Porchet ( Funcex, 1997 ) no período 1989 a 1996. No mesmo período foram utilizadas as estimativas destes mesmos autores para o valor da produção setorial. Estas foram combinadas aos índices de mark ups com vistas a estimar a evolução de um índice que avalie o ritmo de retenção de fundos. Este dado fornece uma informação sobre o impacto conjugado do quantum produzido e dos mark ups setoriais sobre a capacidade de retenção de fundos.

## ANEXO ESTATÍSTICO

Tabela 17  
Brasil 1990 1996

## Captações externas da indústria decompostas pelo setor de atividade das emissoras

SETOR MATRIZ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Total Global
Indústria de papel e gráfica	0	3.000	161.000	393.500	279.000	250.000	473.500	0	1.551.000
Extração de petróleo e gás, carvão e outros combustíveis	0	508.409	140.000	779.379	0	120.985	0	0	1.548.773
Extração mineral (exceto combustíveis)	200.000	200.000	284.300	268.500	11.500	87.000	276.534	5.787	1.313.601
Fabricação de aparelhos e equipamentos de material elétrico	25.000	90.000	25.000	139.000	378.500	421.000	77.629	0	1.152.129
Outras indústrias alimentares e de bebidas	7.000	6.000	37.000	44.000	151.000	237.000	206.000	150.000	838.000
Meturgia dos não-ferrosos	20.000	82.500	83.000	418.000	25.000	190.000	0	0	818.500
Fabricação e manutenção de máquinas e tratores	60.000	73.740	74.200	73.300	91.000	39.446	359.104	0	770.790
Fabricação de produtos químicos diversos	44.762	107.455	252.000	47.000	1.500	4.200	94.000	0	550.917
Refino do petróleo e indústria petroquímica	10.000	40.437	63.500	196.600	35.000	1.300	185.000	0	531.237
Siderurgia	0	2.000	0	170.000	5.300	0	349.000	0	526.300
Fabricação de minerais não-metálicos	2.500	26.500	32.000	0	20.000	25.000	290.000	0	396.000
Fabricação de produtos farmacêuticos e de perfumaria	0	37.200	26.000	169.000	1.000	91.000	61.000	0	385.200
Fabricação de elementos químicos não-petroquímicos	0	20.000	46.700	90.000	72.550	3.500	105.000	0	337.750
Fabricação de aparelhos e equipamentos de material elétrico	0	45.000	61.770	35.000	11.000	45.000	62.000	0	259.770
Fabricação de automóveis, caminhões e ônibus	0	0	200.000	0	0	0	0	0	200.000
Fabricação e refino de óleos vegetais e de gorduras para a	0	0	16.000	0	0	79.000	100.000	0	191.000
Fabricação de outros produtos metalúrgicos	0	10.500	18.000	0	0	0	145.000	0	173.500
Indústria de transformação de material plástico	0	5.000	77.000	60.000	3.000	10.000	0	0	155.000
Fabricação de outros veículos, peças e acessórios	21.000	38.000	13.500	0	9.665	16.000	31.033	3.000	132.198
Beneficiamento de produtos de origem vegetal - inclusive t	0	2.000	25.500	70.000	10.000	8.600	7.000	0	124.100
Indústria têxtil	0	12.000	4.500	20.450	0	2.700	57.000	7.304	103.954
Abate e preparação de carnes	0	0	80.000	0	0	0	0	0	80.000
Indústria da borracha	0	30.000	4.700	3.000	0	0	12.800	0	50.500
Fabricação de artigos do vestuário e acessórios	0	3.000	12.500	0	5.000	6.200	13.500	0	40.200
Fabricação de calçados e de artigos de couro e peles	0	0	20.980	0	0	18.000	0	0	38.960
Indústrias diversas	0	2.000	6.400	6.600	16.200	0	3.500	0	34.700
Resfriamento e preparação do leite e laticínios	0	0	0	0	5.000	0	0	0	5.000
Semanas e fabricação de artigos de madeira e mobiliário	0	0	0	0	0	0	3.950	0	3.950
Indústria do café	0	2.000	0	1.000	0	0	0	0	3.000
Total Global	390.262	1.346.741	1.765.520	2.979.729	1.122.215	1.632.931	2.912.550	166.071	12.316.019

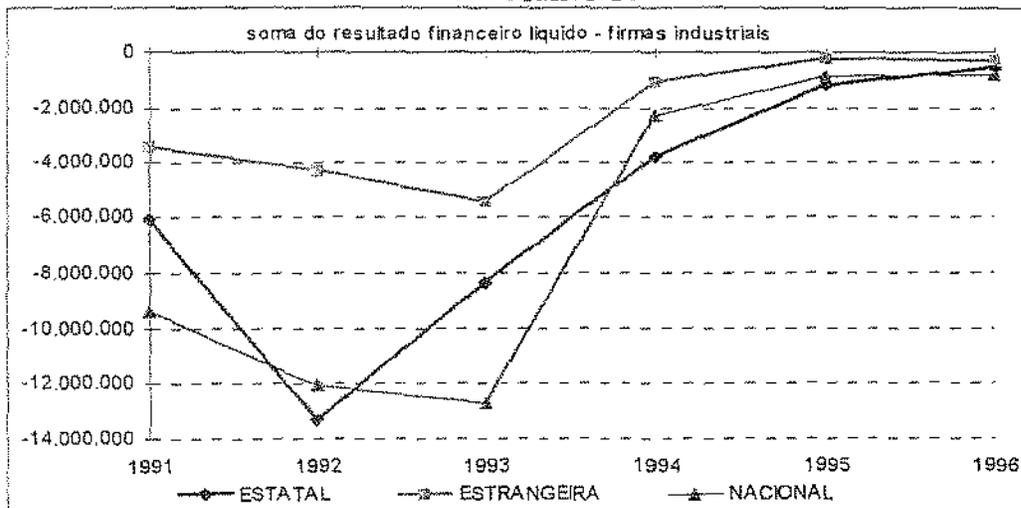
Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Elaborado com base em uma amostra de 74 grandes empresas.

**Tabela 18**  
**Brasil 1991 - 1996**  
**Participação da Dívida Direta Externa nos Estoques de Dívidas Financeiras dos**  
**Tomadores do Setor Industrial**

SETORES / ANO	91	92	93	94	95	96
Extrativa mineral (exceto combustíveis)	21,6%	32,6%	50,1%	32,6%	19,2%	16,9%
Extração de petróleo e gás, carvão e outros combustíveis	13,1%	16,7%	26,8%	21,7%	16,8%	4,7%
Fabricação de minerais não-metálicos	19,7%	50,7%	32,2%	42,0%	45,4%	53,7%
Siderurgia	0,2%	0,3%	4,7%	4,4%	3,3%	8,7%
Metalurgia dos não-ferrosos	26,7%	41,7%	102,3%	63,2%	33,4%	58,7%
Fabricação de outros produtos metalúrgicos	24,7%	169,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fabricação e manutenção de máquinas e tratores	1,3%	12,7%	30,8%	34,8%	30,1%	20,9%
Fabricação de aparelhos e equipamentos de material eletrônico	22,9%	14,2%	34,9%	53,3%	66,2%	52,9%
Fabricação de outros veículos, peças e acessórios	0,0%	0,0%	0,0%	22,1%	21,4%	25,7%
Indústria de papel e gráfica	0,0%	5,2%	14,6%	17,8%	20,7%	21,3%
Fabricação de elementos químicos não-petroquímicos	14,1%	27,2%	57,9%	85,6%	69,2%	44,0%
Refino do petróleo e indústria petroquímica	2,2%	6,2%	20,3%	16,3%	18,1%	20,5%
Fabricação de produtos químicos diversos	55,7%	85,0%	90,1%	46,0%	40,2%	22,9%
Fabricação de produtos farmacêuticos e de perfumaria	0,0%	0,0%	113,4%	108,5%	77,7%	55,8%
Indústria de transformação de material plástico	67,0%	59,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Indústria têxtil	0,0%	3,8%	12,4%	9,5%	6,2%	2,0%
Fabricação de calçados e de artigos de couro e peles	0,0%	30,1%	29,0%	47,6%	32,3%	9,1%
Beneficiamento de produtos de origem vegetal - inclusive fumo	0,0%	3,8%	53,5%	60,7%	22,8%	18,0%
Abate e preparação de carnes	0,0%	29,0%	18,4%	14,7%	0,0%	0,0%
Fabricação e refino de óleos vegetais e de gorduras para alimentação	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	39,4%	30,2%
Outras indústrias alimentares e de bebidas	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	33,0%	21,4%
Total	10,9%	16,8%	29,0%	25,4%	22,8%	16,0%
Total privadas	5,6%	14,8%	27,5%	26,3%	27,7%	22,8%

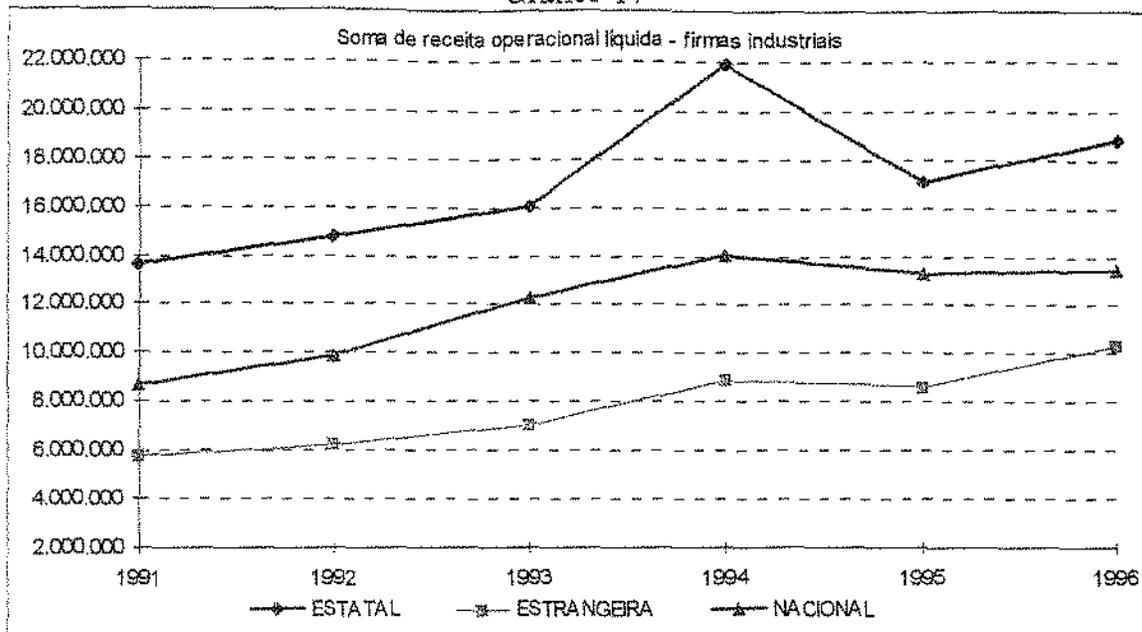
Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Elaborado com base em uma amostra de 74 grandes empresas. As relações setoriais estão sujeitas a um maior nível de viés no tratamento dos dados.

**Gráfico 16**



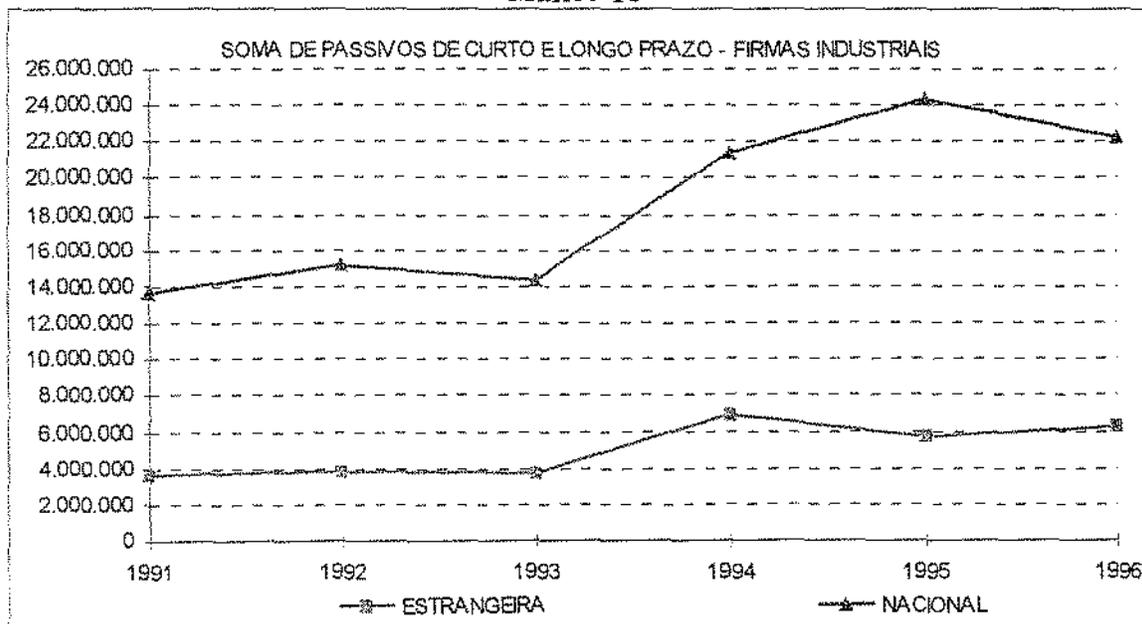
Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Elaborado com base em uma amostra de 74 grandes empresas

Gráfico 17



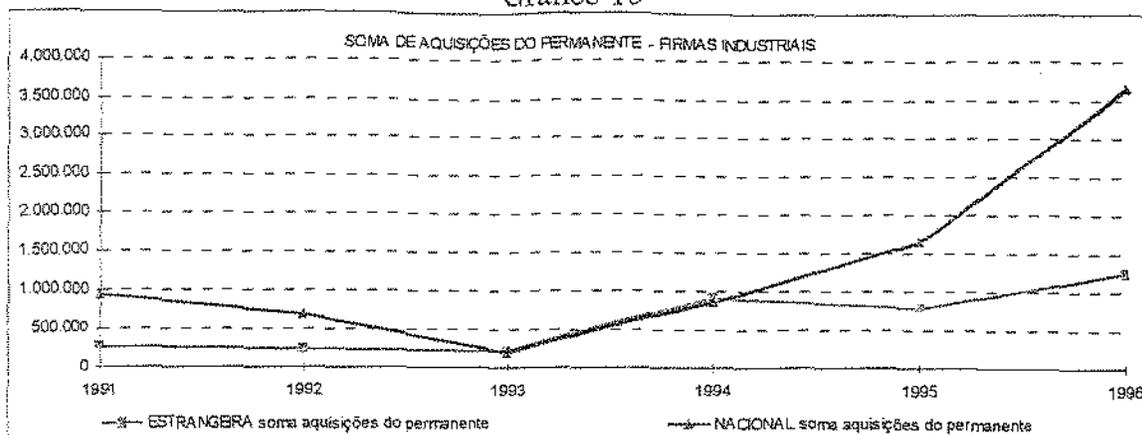
Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Elaborado com base em uma amostra de 74 grandes empresas

Gráfico 18



Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Elaborado com base em uma amostra de 74 grandes empresas

Gráfico 19



Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Elaborado com base em uma amostra de 74 grandes empresas

Tabela 19  
Brasil 1985 - 1996

Estimativas de Mark ups Setoriais Domésticos ( Valores absolutos )

Setor / Ano	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Agropecuária	1,97	2,24	1,99	1,80	1,62	1,86	1,89	1,81	1,78	2,15	2,31	2,12
Extração mineral ( exceto combustíveis )	1,64	1,60	1,31	1,27	1,19	1,35	1,54	1,57	1,41	1,24	1,04	0,97
Extração de petróleo e carvão	2,90	-	-	-	-	1,85	1,77	1,63	1,36	-	-	-
Produtos minerais não metálicos	1,32	1,26	1,47	1,48	1,51	1,36	1,43	1,38	1,38	1,38	1,35	1,27
Siderurgia	1,15	1,13	1,14	1,19	1,26	1,18	1,21	1,24	1,26	1,27	1,28	1,25
Metallurgia dos não - ferrosos	1,30	1,27	1,19	1,22	1,31	1,25	1,28	1,26	1,23	1,30	1,38	1,30
Outros produtos metalúrgicos	1,20	1,16	1,15	1,15	1,16	1,14	1,18	1,15	1,18	1,16	1,12	1,05
Máquinas e tratores	1,29	1,07	1,08	1,31	1,23	1,33	1,34	1,45	1,67	1,54	1,35	1,27
Material elétrico	1,23	1,21	1,13	1,24	1,15	1,23	1,26	1,32	1,28	1,16	1,07	1,01
Equipamentos eletrônicos	1,51	1,50	1,34	1,88	1,57	1,38	1,40	1,41	1,43	1,31	1,18	1,06
Automóveis, carrinhos e ônibus	1,08	1,08	1,19	1,21	1,10	1,17	1,24	1,23	1,26	1,19	1,12	1,05
Outros veículos e peças	1,28	1,11	1,16	1,28	1,08	1,21	1,20	1,24	1,27	1,24	1,19	1,16
Madeira e mobiliário	1,36	1,32	1,22	0,98	1,58	1,27	1,35	1,29	1,33	1,36	1,37	1,28
Celulose, papel e gráfica	1,38	1,27	1,23	1,36	1,33	1,17	1,27	1,18	1,11	1,03	1,11	0,98
Indústria da borracha	1,26	1,20	1,36	1,37	1,11	1,27	1,28	1,29	1,30	1,31	1,28	1,26
Fabricações de elementos químicos	1,35	-	-	-	-	1,33	1,40	1,43	1,70	-	-	-
Refino de petróleo	1,16	1,18	1,37	1,30	1,28	1,34	1,29	1,46	1,81	1,64	1,45	1,46
Produtos químicos diversos	1,29	-	-	-	-	1,29	1,32	1,26	1,28	-	-	-
Indústria farmacêutica e perfumaria	1,40	-	-	-	-	1,38	1,25	1,41	1,53	1,46	1,34	1,35
Artigos de plásticos	1,36	1,23	1,28	1,30	1,34	1,39	1,37	1,34	1,42	1,29	1,20	1,12
Indústria têxtil	1,32	1,28	1,34	1,38	1,39	1,32	1,26	1,25	1,28	1,27	1,27	1,21
Artigos do vestuário	1,48	1,45	1,20	1,16	1,24	1,32	1,29	1,29	1,26	1,31	1,32	1,28
Couro e calçados	1,25	1,33	1,17	1,17	1,45	1,12	1,17	1,30	1,26	1,25	1,28	1,19
Indústria do café	1,16	1,14	0,88	0,88	1,01	1,16	1,19	1,14	1,26	1,29	1,31	1,24
Beneficiamento de produtos vegetais	1,27	-	-	-	-	1,20	1,26	1,30	1,29	-	-	-
Abate de animais	1,10	1,14	1,16	1,07	1,02	1,11	1,11	1,10	1,15	1,15	1,12	1,10
Indústria de Laticínios	1,14	1,03	1,15	1,16	1,22	1,14	1,14	1,13	1,14	1,15	1,20	1,27
Açúcar	1,15	1,04	1,23	1,21	1,13	1,19	1,18	1,15	1,20	1,15	0,97	1,00
Fabricações de óleos vegetais	1,15	1,02	1,07	1,27	1,20	1,14	1,19	1,26	1,18	0,90	0,90	0,86
Bebidas e outros produtos alimentares	1,15	2,19	1,42	1,30	1,08	1,17	1,20	1,23	1,22	1,37	1,32	1,32
Produtos diversos	1,46	1,52	1,50	1,48	1,41	1,47	1,50	1,50	1,42	1,46	1,40	1,35

Fonte: Thiago Pereira e Alexandre Carvalho; "Abertura Comercial, Mark ups setoriais domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações"; TD IPEA N° 571, 1998. Elaboração com base na matriz de insumo produto, IPA aberto por categoria de produto e índices de custos setoriais da Funcex. Mark up = Valor da Produção / ( Consumo intermediário local + importações + salários + contribuições ).

Tabela 20

VALOR CAPTADO E PRAZO MÉDIO DOS CONTRATOS - EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA - FIRMAS INDUSTRIAIS - EM US\$ 1000

SETOR / ANO	Dados	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
EXTRAÇÃO DE PETRÓLEO E SERV. CORRELATOS	Soma de valor	0	508.409	140.000	779.379	0	120.885	0
	Soma de prazo ponderado	0,00	39,54	24,00	42,61	0,00	36,00	0,00
FABR. DE ARTIFATOS DE COURO E CALÇADOS	Soma de valor	0	0	20.960	0	0	18.000	0
	Soma de prazo ponderado	0,00	0,00	30,00	0,00	0,00	96,00	0,00
FABR. DE ARTIGOS DE BORRACHA E PLÁSTICO	Soma de valor	0	35.000	81.700	63.000	3.000	10.000	12.800
	Soma de prazo ponderado	0,00	48,00	58,20	61,62	96,00	96,00	96,00
FABR. DE CELULOSE, PAPEL E PRODOTS. DE PAPEL	Soma de valor	0	0	148.500	380.000	265.000	150.000	470.000
	Soma de prazo ponderado	0,00	0,00	35,86	66,95	96,00	96,00	98,87
FABR. DE COQUE, REFINO DE PETRÓLEO, COMBST. NUCL. E ALCOOL	Soma de valor	0	0	10.000	0	0	3.500	0
	Soma de prazo ponderado	0,00	0,00	33,60	0,00	0,00	36,00	0,00
FABR. DE EQUIPTS. DE INSTRUMENTAÇÃO MÉDICO - HOSPITALARES, DN	Soma de valor	0	0	0	1.000	12.700	0	0
	Soma de prazo ponderado	0,00	0,00	0,00	36,00	83,24	0,00	0,00
FABR. DE MÁQ. E EQUIPTS	Soma de valor	60.000	73.740	90.200	73.300	91.000	39.446	359.104
	Soma de prazo ponderado	24,00	24,00	35,04	38,31	72,92	18,49	94,99
FABR. DE MÁQ. PARA ESCRIT. E EQUIPTS. DE INFORMÁTICA	Soma de valor	0	25.000	40.000	30.000	140.000	305.000	62.000
	Soma de prazo ponderado	0,00	24,00	29,50	32,00	91,71	87,15	72,00
FABR. DE MÁQ. APAR. E MAT. ELÉTRICOS	Soma de valor	0	20.000	5.770	5.000	10.665	0	0
	Soma de prazo ponderado	0,00	24,00	28,96	96,00	36,66	0,00	0,00
FABR. DE MATER. ELETRÔNICO E DE APAR. E EQUIPTS. DE COMUM	Soma de valor	25.000	90.000	25.000	135.000	244.000	161.000	77.629
	Soma de prazo ponderado	24,00	40,00	30,00	62,44	60,52	63,43	72,76
FABR. DE MÓVEIS E INDÚSTRIAS DIVERSAS	Soma de valor	0	2.000	6.400	5.600	8.000	0	3.500
	Soma de prazo ponderado	0,00	24,00	37,50	89,57	108,00	0,00	96,00
FABR. DE OUTROS EQUIPTS. DE TRANSPORTE	Soma de valor	0	0	0	0	0	3.000	0
	Soma de prazo ponderado	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	72,00	0,00
FABR. DE PRODTS. ALIMENT. E BEBIDAS	Soma de valor	7.000	10.000	143.500	50.000	166.000	315.600	306.000
	Soma de prazo ponderado	24,00	31,30	37,76	66,00	92,02	63,16	72,16
FABR. DE PRODTS. DE MADEIRA	Soma de valor	0	0	0	0	0	0	3.950
	Soma de prazo ponderado	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	96,00
FABR. DE PRODTS. DE METAL - EXCL. MÁQ. E EQUIPTS	Soma de valor	0	2.000	18.000	0	0	0	145.000
	Soma de prazo ponderado	0,00	24,00	108,00	0,00	0,00	0,00	88,55
FABR. DE PRODTS. DE MINERAIS NÃO-METÁLICOS	Soma de valor	2.500	26.500	32.000	0	20.000	25.000	290.000
	Soma de prazo ponderado	24,00	24,00	69,00	0,00	36,00	48,00	96,00
FABR. DE PRODTS. DO FOGO	Soma de valor	0	0	15.000	65.000	0	6.000	7.000
	Soma de prazo ponderado	0,00	0,00	30,00	96,00	0,00	96,00	96,00
FABR. DE PRODTS. QUÍMICOS	Soma de valor	54.762	205.092	378.200	502.000	110.050	96.500	445.000
	Soma de prazo ponderado	86,99	24,00	31,91	69,79	64,12	76,13	95,01
FABR. DE PRODTS. TÊXTEIS	Soma de valor	0	12.000	4.500	20.450	0	2.700	57.000
	Soma de prazo ponderado	0,00	24,00	28,00	57,30	0,00	96,56	64,42
FABR. E MONTG. DE VEÍC. AUTOMOTORES, REBOQUES E CARROÇERIAS	Soma de valor	21.000	38.000	213.500	0	0	13.000	31.033
	Soma de prazo ponderado	24,00	30,63	46,52	0,00	0,00	96,00	108,76
METALURGIA BÁSICA	Soma de valor	20.000	93.000	83.000	588.000	30.300	190.000	349.000
	Soma de prazo ponderado	24,00	23,84	24,22	72,24	96,00	85,00	96,00

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal

Tabela 21

## TAXAS DE REFERÊNCIA DAS EMISSÕES - FIRMAS INDUSTRIAIS - EM US\$ 1000

TX DE JUROS / ANO	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Total Global
CASHBONDS-SUICA-3AN	0	2.040	0	0	0	0	0	2.040
LIBOR-DM-06MESES	0	0	4.770	0	0	0	0	4.770
LIBOR-LIT-06 MESES	0	0	0	0	0	7.446	13.104	20.550
LIBOR-USS-12 MESES	0	0	0	0	0	25.000	15.000	40.000
LIBOR-USS-36MESES	0	0	0	15.000	0	0	0	15.000
LIBOR-USS-6 MESES	390.262	636.292	857.350	538.450	495.500	535.500	724.863	4.178.217
LIBOR-USS-OVERNIGHT	0	0	0	160.000	0	45.500	0	205.500
SEM JUROS	0	0	0	120.000	1.000	0	0	121.000
TAXA FIXA	0	708.409	903.400	2.146.279	625.715	1.019.485	2.159.583	7.562.871
Total Global	390.262	1.346.741	1.765.520	2.979.729	1.122.215	1.632.931	2.912.550	12.149.948

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal

Tabela 22

## Captações decompostas pela origem da propriedade - firmas industriais - em US\$

ORIGEM / ANO	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Total
ESTATAL	200.000	708.409	290.000	979.379	0	120.985	150.000	2.448.773
ESTRANGEIRA	180.262	557.132	892.520	941.000	508.050	954.946	1.171.138	5.205.048
NACIONAL PRIVADAS	10.000	81.200	583.000	1.059.350	614.165	557.000	1.591.412	4.496.127
Total Global	390.262	1.346.741	1.765.520	2.979.729	1.122.215	1.632.931	2.912.550	12.149.948

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal

**Captações da indústria decompostas por setor - cnae 2 - e origem da propriedade do capital - em US\$ 1000**

SETOR / ORIGEM K / ANO		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	TOTAL
EXTRAÇÃO DE PETRÓLEO E SERV. CORRELATOS	ESTATAL	0	508.409	140.000	779.379	0	120.985	0	1.548.773
EXTRAÇÃO DE PETRÓLEO E SERV. CORRELATOS Total		0	508.409	140.000	779.379	0	120.985	0	1.548.773
EXTRAÇÃO DE MINERAIS METÁLICOS	ESTATAL	200.000	200.000	150.000	200.000	0	0	150.000	900.000
	ESTRANGERA	0	0	51.800	0	0	0	41.534	93.434
	NACIONAL	0	0	82.400	88.500	11.500	87.000	85.000	314.400
EXTRAÇÃO DE MINERAIS METÁLICOS Total		200.000	200.000	284.300	288.500	11.500	87.000	276.534	1.307.834
		200.000	200.000	284.300	288.500	11.500	87.000	276.534	1.307.834
FABR. DE PRODTS. ALIMENT. E BEBIDAS	ESTRANGERA	7.000	10.000	43.000	49.000	184.500	302.000	251.000	826.500
	NACIONAL	0	0	100.500	1.000	1.500	13.600	55.000	171.600
FABR. DE PRODTS. ALIMENT. E BEBIDAS Total		7.000	10.000	143.500	50.000	186.000	315.600	306.000	998.100
		7.000	10.000	143.500	50.000	186.000	315.600	306.000	998.100
FABR. DE PRODTS. DO FUMO	ESTRANGERA	0	0	0	65.000	0	6.000	7.000	78.000
	NACIONAL	0	0	15.000	0	0	0	0	15.000
FABR. DE PRODTS. DO FUMO Total		0	0	15.000	65.000	0	6.000	7.000	93.000
		0	0	15.000	65.000	0	6.000	7.000	93.000
FABR. DE PRODTS. TÊXTEIS	ESTRANGERA	0	12.000	0	12.400	0	0	50.000	74.400
	NACIONAL	0	0	4.500	8.050	0	2.700	7.000	22.250
FABR. DE PRODTS. TÊXTEIS Total		0	12.000	4.500	20.450	0	2.700	57.000	96.650
		0	12.000	4.500	20.450	0	2.700	57.000	96.650
CONFECÇÃO DE ARTIGOS DO VEST. E ACESSÓRIOS	ESTRANGERA	0	3.000	12.500	0	5.000	0	10.000	30.500
	NACIONAL	0	0	0	0	0	6.200	3.500	9.700
CONFECÇÃO DE ARTIGOS DO VEST. E ACESSÓRIOS Total		0	3.000	12.500	0	5.000	6.200	13.500	40.200
		0	3.000	12.500	0	5.000	6.200	13.500	40.200
FABR. DE ARTIFATOS DE COURO E CALÇADOS	NACIONAL	0	0	20.950	0	0	18.000	0	38.950
FABR. DE ARTIFATOS DE COURO E CALÇADOS Total		0	0	20.950	0	0	18.000	0	38.950
		0	0	20.950	0	0	18.000	0	38.950
FABR. DE PRODTS. DE MADEIRA	NACIONAL	0	0	0	0	0	0	3.950	3.950
FABR. DE PRODTS. DE MADEIRA Total		0	0	0	0	0	0	3.950	3.950
		0	0	0	0	0	0	3.950	3.950
FABR. DE CELULOSE, PAPEL E PRODTS. DE PAPEL	ESTRANGERA	0	0	15.000	0	0	0	0	15.000
	NACIONAL	0	0	333.500	380.000	265.000	150.000	470.000	1.388.500
FABR. DE CELULOSE, PAPEL E PRODTS. DE PAPEL Total		0	0	348.500	380.000	265.000	150.000	470.000	1.413.500
		0	0	348.500	380.000	265.000	150.000	470.000	1.413.500
EDIÇÃO, IMPRESSÃO E REPROD. DE GRAVAÇÕES	ESTRANGERA	0	0	6.000	0	0	0	0	6.000
	NACIONAL	0	3.000	6.500	13.500	5.000	100.800	3.500	131.500
EDIÇÃO, IMPRESSÃO E REPROD. DE GRAVAÇÕES Total		0	3.000	12.500	13.500	5.000	100.800	3.500	137.500
		0	3.000	12.500	13.500	5.000	100.800	3.500	137.500
FABR. DE COQUE, REFINO DE PETRÓLEO, COMBST. NUCL. E ALCOOL T	NACIONAL	0	0	10.000	0	0	3.500	0	13.500
FABR. DE COQUE, REFINO DE PETRÓLEO, COMBST. NUCL. E ALCOOL T		0	0	10.000	0	0	3.500	0	13.500
		0	0	10.000	0	0	3.500	0	13.500
FABR. DE PRODTS. QUÍMICOS	ESTRANGERA	54.762	205.092	299.500	337.000	90.050	45.500	225.000	1.258.904
	NACIONAL	0	0	78.700	165.000	20.000	51.000	220.000	534.700
FABR. DE PRODTS. QUÍMICOS Total		54.762	205.092	378.200	502.000	110.050	96.500	445.000	1.793.604
		54.762	205.092	378.200	502.000	110.050	96.500	445.000	1.793.604
FABR. DE ARTIGOS DE BORRACHA E PLÁSTICO	ESTRANGERA	0	35.000	4.700	3.000	0	10.000	0	52.700
	NACIONAL	0	0	77.000	60.000	3.000	0	12.800	152.800
FABR. DE ARTIGOS DE BORRACHA E PLÁSTICO Total		0	35.000	81.700	63.000	3.000	10.000	12.800	205.500
		0	35.000	81.700	63.000	3.000	10.000	12.800	205.500
FABR. DE PRODTS. DE MINERAIS NÃO-METÁLICOS	ESTRANGERA	2.500	26.500	32.000	0	20.000	25.000	270.000	375.000
	NACIONAL	0	0	0	0	0	0	20.000	20.000
FABR. DE PRODTS. DE MINERAIS NÃO-METÁLICOS Total		2.500	26.500	32.000	0	20.000	25.000	290.000	395.000
		2.500	26.500	32.000	0	20.000	25.000	290.000	395.000
METALURGIA BÁSICA	ESTRANGERA	20.000	88.500	80.000	418.000	25.300	190.000	0	821.800
	NACIONAL	0	4.500	3.000	176.000	5.000	0	349.000	531.500
METALURGIA BÁSICA Total		20.000	93.000	83.000	594.000	30.300	190.000	349.000	1.353.300
		20.000	93.000	83.000	594.000	30.300	190.000	349.000	1.353.300
FABR. DE PRODTS. DE METAL - EXCL. MÁQ. E EQUIPT.	ESTRANGERA	0	2.000	18.000	0	0	0	145.000	165.000
	NACIONAL	0	0	0	0	0	0	0	0
FABR. DE PRODTS. DE METAL - EXCL. MÁQ. E EQUIPT. Total		0	2.000	18.000	0	0	0	145.000	165.000
		0	2.000	18.000	0	0	0	145.000	165.000
FABR. DE MÁQ. E EQUIPT. S	ESTRANGERA	50.000	40.040	43.250	15.000	40.000	37.446	19.104	244.840
	NACIONAL	10.000	33.700	46.950	58.300	51.000	2.000	340.000	541.950
FABR. DE MÁQ. E EQUIPT. S Total		60.000	73.740	90.200	73.300	91.000	39.446	359.104	786.790
		60.000	73.740	90.200	73.300	91.000	39.446	359.104	786.790
FABR. DE MÁQ. PARA ESCRIT. E EQUIPT. S DE INFORMÁTICA	ESTRANGERA	0	25.000	40.000	30.000	140.000	305.000	62.000	602.000
	NACIONAL	0	0	0	0	0	0	0	0
FABR. DE MÁQ. PARA ESCRIT. E EQUIPT. S DE INFORMÁTICA Total		0	25.000	40.000	30.000	140.000	305.000	62.000	602.000
		0	25.000	40.000	30.000	140.000	305.000	62.000	602.000
FABR. DE MÁQ. APAR. E MAT. ELÉTRICOS	ESTRANGERA	0	20.000	5.770	5.000	1.000	0	0	31.770
	NACIONAL	0	0	0	0	9.665	0	0	9.665
FABR. DE MÁQ. APAR. E MAT. ELÉTRICOS Total		0	20.000	5.770	5.000	10.665	0	0	41.435
		0	20.000	5.770	5.000	10.665	0	0	41.435
FABR. DE MATER. ELETRÔNICO E DE APAR. E EQUIPT.	ESTRANGERA	25.000	50.000	26.000	0	1.500	34.000	76.000	211.500

FABR. DE MATER. ELETRÔNICO E DE APAR. E EQUIPT. S DE COMUN. Total	ESTRANGEIRA	25.000	50.000	25.000	0	1.500	34.000	76.000	211.500
	NACIONAL	0	40.000	0	135.000	242.500	127.000	1.629	546.129
FABR. DE MATER. ELETRÔNICO E DE APAR. E EQUIPT. S DE COMUN. Total									
		25.000	90.000	25.000	135.000	244.000	161.000	77.629	757.629
FABR. DE EQUIPT. S DE INSTRUMENTAÇÃO MÉDICO - HOSPITALARES, INE	ESTRANGEIRA	0	0	0	1.000	12.700	0	0	13.700
	NACIONAL	0	0	0	1.900	12.700	0	0	13.700
FABR. DE EQUIPT. S DE INSTRUMENTAÇÃO MÉDICO - HOSPITALARES, INE									
		0	0	0	1.000	12.700	0	0	13.700
FABR. E MONTG. DE VEIC. AUTOMOTORES, REBOQUES E CARROCERIAS	ESTRANGEIRA	21.000	38.000	213.500	0	0	0	11.000	283.500
	NACIONAL	0	0	0	0	0	13.000	20.033	33.033
FABR. E MONTG. DE VEIC. AUTOMOTORES, REBOQUES E CARROCERIAS									
		21.000	38.000	213.500	0	0	13.000	31.033	316.533
		21.000	38.000	213.500	0	0	13.000	31.033	316.533
FABR. DE OUTROS EQUIPT. S DE TRANSPORTE	ESTRANGEIRA	0	0	0	0	0	3.000	0	3.000
	NACIONAL	0	0	0	0	0	3.000	0	3.000
FABR. DE OUTROS EQUIPT. S DE TRANSPORTE									
		0	0	0	0	0	3.000	0	3.000
		0	0	0	0	0	3.000	0	3.000
FABR. DE MOVEIS E INDÚSTRIAS DIVERSAS	ESTRANGEIRA	0	2.000	2.400	5.600	8.000	0	3.500	21.500
	NACIONAL	0	0	4.000	0	0	0	0	4.000
FABR. DE MOVEIS E INDÚSTRIAS DIVERSAS									
		0	2.000	6.400	5.600	8.000	0	3.500	25.500
		0	2.000	6.400	5.600	8.000	0	3.500	25.500
TOTAL DA INDÚSTRIA		390.262	1.346.741	1.765.520	2.979.729	1.122.215	1.632.931	2.912.550	12.149.948

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal

Tabela 24

## Taxas de captação da indústria decompostas pela origem do capital - em %

Taxa / origem k / ano		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TAXA FIXA	ESTATAL	0,0	52,6	8,5	22,8	0,0	7,4	5,2
	ESTRANGEIRA	0,0	0,0	21,4	20,6	29,3	29,9	30,0
	NACIONAL	0,0	0,0	21,3	28,6	26,5	25,1	39,0
TAXAS FLUTUANTES	ESTATAL	51,2	0,0	7,9	10,1	0,0	0,0	0,0
	ESTRANGEIRA	46,2	41,4	29,1	7,0	15,9	28,6	10,2
	NACIONAL	2,6	6,0	11,8	6,9	28,2	9,0	15,7
OUTRAS TAXAS		0,0	0,0	0,0	4,0	0,1	0,0	0,0
TOTAL		100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal

Tabela 25

## PRAZO MÉDIO DAS CAPTAÇÕES PELA ATIVIDADE DO TOMADOR - EM MESES

ATIVIDADE / ANO	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
AGRICULTURA E PECUÁRIA	0	0	31	67	96	60	96	0
GOVERNO	0	0	98	0	72	30	54	120
INDÚSTRIA	30	34	39	66	80	74	92	96
INTERMEDIÇÃO E SERVIÇOS FINANCEIROS	0	57	34	43	44	43	54	76
SERVIÇOS	125	41	42	86	75	77	82	104
NÃO CLASSIFICADA	24	24	33	63	74	96	96	94

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal

Tabela 26

CAPTAÇÕES DECOMPOSTAS POR SETOR - MATRIZ 80 E NÚMERO DE EMISSORES - FIRMAS INDUSTRIAIS

SETOR MATRIZ 80	Dados	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Abate e preparação de carnes	valor	0	0	80.000	0	0	0	0
	número de tomadores	0	0	1	0	0	0	0
Beneficiamento de produtos de origem vegetal - inclusive fumo	valor	0	2.000	23.500	70.000	10.000	9.600	7.000
	número de tomadores	0	3	3	2	3	3	1
Extração de petróleo e gás, carvão e outros combustíveis	valor	0	508.409	140.000	779.379	0	120.983	0
	número de tomadores	0	1	1	1	0	1	0
Extração mineral (exceto combustíveis)	valor	200.000	200.000	284.300	268.500	11.500	67.000	276.534
	número de tomadores	1	1	4	2	1	1	4
Fabricação de aparelhos e equipamentos de material elétrico	valor	0	45.000	61.770	35.000	11.000	45.000	62.000
	número de tomadores	0	2	5	2	2	1	1
Fabricação de aparelhos e equipamentos de material eletrônico	valor	25.000	90.000	25.000	135.000	378.500	421.000	77.629
	número de tomadores	1	2	1	2	5	3	2
Fabricação de artigos de vestuário e acessórios	valor	0	3.000	12.500	0	5.000	6.200	13.500
	número de tomadores	0	1	2	0	1	1	2
Fabricação de automóveis, caminhões e ônibus	valor	0	0	200.000	0	0	0	0
	número de tomadores	0	0	2	0	0	0	0
Fabricação de calçados e de artigos de couro e peles	valor	0	0	20.950	0	0	18.000	0
	número de tomadores	0	0	2	0	0	1	0
Fabricação de elementos químicos não-petroquímicos	valor	0	20.000	46.700	90.000	72.550	3.500	105.000
	número de tomadores	0	1	6	3	2	1	2
Fabricação de minerais não-metálicos	valor	2.500	26.500	32.000	0	20.000	25.000	290.000
	número de tomadores	1	2	2	0	1	1	3
Fabricação de outros produtos metalúrgicos	valor	0	10.500	18.000	0	0	0	145.000
	número de tomadores	0	2	1	0	0	0	2
Fabricação de outros veículos, peças e acessórios	valor	21.000	38.000	13.500	0	9.665	16.000	31.033
	número de tomadores	1	3	2	0	1	2	3
Fabricação de produtos farmacêuticos e de perfumaria	valor	0	37.200	26.000	169.000	1.000	91.000	61.000
	número de tomadores	0	5	2	2	1	2	2
Fabricação de produtos químicos diversos	valor	44.762	107.455	252.000	47.000	1.500	4.200	94.000
	número de tomadores	2	5	9	2	1	2	3
Fabricação e manutenção de máquinas e tratores	valor	60.000	73.740	74.200	73.300	91.000	39.446	359.104
	número de tomadores	2	5	11	5	5	3	5
Fabricação e refino de óleos vegetais e de gorduras para alimentação	valor	0	0	16.000	0	0	75.000	100.000
	número de tomadores	0	0	2	0	0	1	1
Indústria da borracha	valor	0	30.000	4.700	3.000	0	0	12.800
	número de tomadores	0	1	1	1	0	0	2
Indústria de papel e gráfica	valor	0	3.000	161.000	393.500	270.000	250.000	473.500
	número de tomadores	0	1	6	5	5	2	6
Indústria de transformação de material plástico	valor	0	5.000	77.000	60.000	3.000	10.000	0
	número de tomadores	0	1	2	1	1	1	0
Indústria do café	valor	0	2.000	0	1.000	0	0	0
	número de tomadores	0	1	0	1	0	0	0
Indústria têxtil	valor	0	12.000	4.500	20.450	0	2.700	57.000
	número de tomadores	0	1	2	6	0	2	4
Indústrias diversas	valor	0	2.000	6.400	6.600	16.200	0	3.500
	número de tomadores	0	1	2	2	3	0	1
Metalurgia dos não-ferrosos	valor	20.000	82.500	83.000	418.000	25.000	190.000	0
	número de tomadores	1	2	2	3	2	1	0
Outras indústrias alimentares e de bebidas	valor	7.000	6.000	37.000	44.000	151.000	237.000	206.000
	número de tomadores	1	1	3	3	3	6	5
Refino de petróleo e indústria petroquímica	valor	10.000	40.437	63.500	190.000	35.000	1.300	185.000
	número de tomadores	1	2	3	3	2	1	2
Refinamento e preparação do leite e laticínios	valor	0	0	0	0	5.000	0	0
	número de tomadores	0	0	0	0	1	0	0
Serviços e fabricação de artigos de madeira e mobiliário	valor	0	0	0	0	0	0	3.950
	número de tomadores	0	0	0	0	0	0	1
Siderurgia	valor	0	2.000	0	170.000	5.300	0	349.000
	número de tomadores	0	1	0	3	1	0	4
Total Soma de valor		390.262	1.346.741	1.765.520	2.979.729	1.122.215	1.632.931	2.912.550

Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notas, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN. Guia Interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal

Tabela 27

## INDÚSTRIA - EMISSORAS DE TÍTULOS

## AQUISIÇÕES DO PERMANENTE / ORIGEM DOS RECURSOS

Em %

ANOS	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ESTATAL	21,33	-42,32	67,92	32,37	42,08	61,18
ESTRANGEIRA	119,07	103,49	53,15	44,65	37,88	38,59
NACIONAL	207,86	55,12	11,65	16,85	26,64	42,94

## INDÚSTRIA - EMISSORAS DE TÍTULOS

## DÍVIDAS FINANCEIRAS / PASSIVO DE CURTO E LONGO

Em %

ANOS	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ESTATAL	31,21	27,25	29,43	19,23	23,38	38,88
ESTRANGEIRA	39,27	43,16	51,63	22,98	41,43	68,97
NACIONAL	33,90	36,10	43,95	36,16	31,55	53,64

## INDÚSTRIA - EMISSORAS DE TÍTULOS

## LUCRO LÍQUIDO / ORIGEM DOS RECURSOS

0,0

Em %

ANOS	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ESTATAL	0,51	-30,58	139,10	84,76	63,45	30,73
ESTRANGEIRA	-66,23	-13,71	-8,51	55,13	9,89	0,14
NACIONAL	-79,16	-13,01	-5,66	28,97	16,05	1,13

## INDÚSTRIA - EMISSORAS DE TÍTULOS

## RENT PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Em %

ANOS	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ESTATAL	0,09	1,95	5,11	8,58	3,04	3,98
ESTRANGEIRA	-4,47	-0,88	-0,96	17,25	3,76	0,08
NACIONAL	-2,78	-1,10	-0,71	7,29	4,28	0,45

## INDÚSTRIA - EMISSORAS DE TÍTULOS

## Resultado financeiro líquido / Receita operacional líquida

Em %

ANOS	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ESTATAL	-44,3	-90,0	-51,9	-17,3	-6,7	-2,8
ESTRANGEIRA	-58,3	-67,8	-76,6	-11,8	-2,0	-2,8
NACIONAL	-107,8	-121,9	-103,2	-16,3	-6,3	-5,6

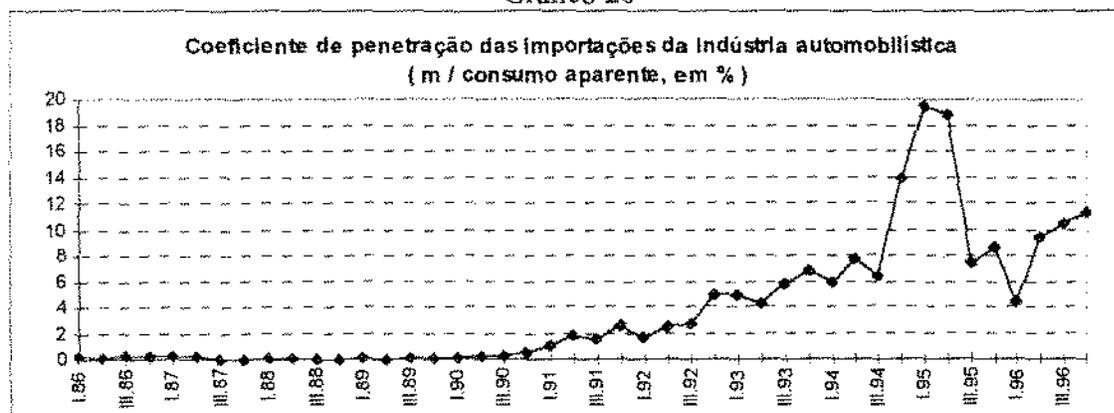
Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Baseado em uma amostra de 74 grandes emissores.

Tabela 28  
Estoque de dívidas externas e estoques globais de dívidas financeiras  
das emissoras do setor industrial

Origem do Capital / Ano	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ESTATAL	16,27	19,43	31,18	23,98	16,12	6,75
ESTRANGEIRA	25,63	43,35	66,76	58,21	46,30	38,57
NACIONAL PRIVADA	1,01	7,85	18,23	20,28	22,08	18,56
TOTAL	10,99	16,88	29,03	25,86	23,15	16,28
TOTAL PRIVADAS	5,87	14,97	27,50	26,97	28,20	23,26
<b>Estimativa do estoque de dívidas diretas denominadas em moeda estrangeira</b>						Em US\$
ESTATAL	908.409	998.409	1.727.788	1.329.379	1.190.364	770.985
ESTRANGEIRA	291.217	597.367	988.912	961.462	1.202.208	1.413.096
NACIONAL PRIVADA	46.500	431.150	1.143.650	1.564.915	1.696.665	2.217.277
TOTAL	1.246.126	2.026.926	3.860.350	3.855.756	4.089.237	4.401.358
TOTAL PRIVADAS	337.717	1.028.517	2.132.562	2.526.377	2.898.873	3.630.373
<b>Estimativa do estoque global de dívidas financeiras</b>						Em US\$
ESTATAL	5.583.240	5.138.726	5.541.642	5.543.499	7.384.834	11.429.392
ESTRANGEIRA	1.136.409	1.377.909	1.481.328	1.651.758	2.596.356	3.663.957
NACIONAL PRIVADA	4.618.693	5.490.902	6.273.969	7.716.921	7.682.682	11.944.034
TOTAL	11.338.341	12.007.537	13.296.940	14.912.178	17.663.873	27.037.384
TOTAL PRIVADAS	5.755.101	6.868.811	7.755.298	9.368.679	10.279.039	15.607.992

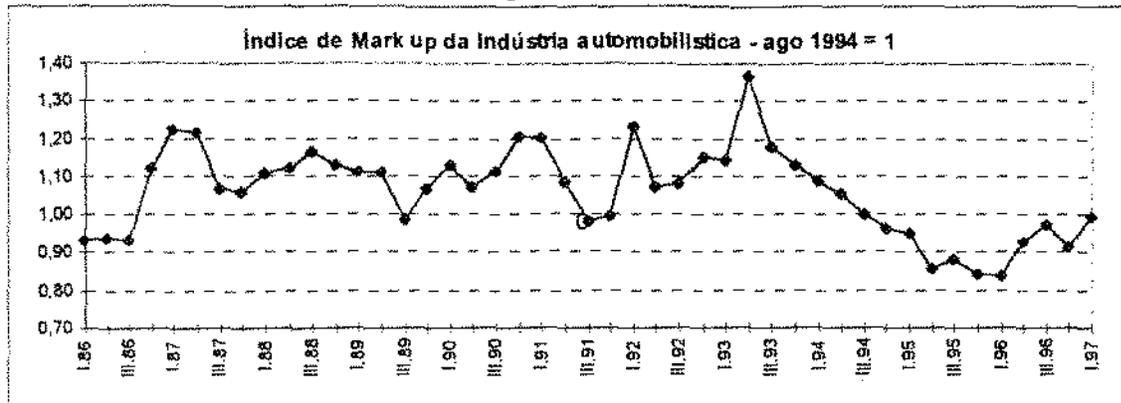
Fonte: Elaboração própria com base nos registros das emissões de bônus, notes, commercial papers e securitização de exportações da FIRCE - BACEN, Guia Interinvest do investimento estrangeiro no Brasil, Atlas Financeiro do Brasil, Balanço Anual da Gazeta Mercantil e Cadastro da Pessoa Jurídica da Secretaria da Receita Federal. Baseado em uma amostra de 74 grandes emissores.

Gráfico 20



Fonte: Funcex; Lia Haguenaux, Ricardo Markwald, Henry Porche. "Estimativas de valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira (1985 - 1996); Mimeo. IPEA.

Gráfico 21



Fonte: Pereira e Carvalho, 1998

## BIBLIOGRAFIA

- Almeida, Júlio Sérgio Gomes; Crise Econômica e Restruturação de Empresas e Bancos nos Anos 80, IE/ Unicamp, Tese de Doutorado, Campinas, 1994.
- Aurélio, Marcela Meirelles; "Poupança externa e o financiamento do Desenvolvimento"; Texto para Discussão Nº 496; Ipea; Brasília; Julho de 1997.
- Baer, Mônica; O Rumo Perdido - a crise fiscal e financeira do Estado Brasileiro, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1993.
- Baer; Mônica; "Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e Restrições para o Financiamento do Desenvolvimento"; Novos Estudos do Cebrap, Nº 42, julho de 1995.
- Barros, Luis Carlos Mendonça, "A moeda indexada", in Economia e Sociedade Nº 2; Campinas; agosto de 1993.
- Bauman, R. "Ajuste Externo - experiência recente e perspectivas para a próxima década - prioridades e perspectivas de políticas públicas", Brasília, Dezembro/1989.
- Bauman; Renato; Rivero, Josefina e Zavattiero, Yohana; "As tarifas de importação no Plano Real"; Mimeo; Cepal; maio de 1997.
- Belluzzo, Luiz Gonzaga; "O nome da âncora"; Carta Capital, set de 1997.
- Bielchowsky, Ricardo ( a ); "Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97", Brasília, mimeo, Cepal, 1998.
- Bielchowsky, Ricardo ( b ); "Os investimentos na economia brasileira nos anos noventa - apresentação dos números relevantes"; Brasília, mimeo, Cepal, 1998.
- Calabi, Andrea; Gerald Reiss e Paulo Mansur Levy; Estrutura de capitais e Geração de poupanças internas às firmas.; FIPE, USP, 1979.
- Carneiro, Dionisio Dias; Rogério Werneck; Márcio Garcia; Marco Bonomo; "El fortalecimiento del sector financiero en la economía brasileña" in El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalizacion y regulacion; org Frenkel, Roberto; CEDES, Buenos Aires, 1994.
- Carneiro, Ricardo M.; Crise, Estagnação e Hiperinflação; Tese de Doutorado; IE/Unicamp, Campinas, 1991.
- Carta da Sobeete, "Forte Crescimento das Remessas de Lucros e Dividendos", maio de 1997.
- Carta da Sobeete, "O Mercado de Bônus após A Crise Asiática"; Nº 5; Novembro / Dezembro de 1997
- Carvalho, F. Cardim; "Keynes on Probability, Uncertainty and Decision Making", Journal of post keynesian economics, XI(1), 1988.
- Carvalho, F Cardim; "Alta Inflação e Hiperinflação: Uma visão pós keynesiana"; Revista de Economia Política, 40, vol. 10, Nº 4, out/dez, 1990.

- Costa, Fernando Nogueira; "Bancos: da repressão à liberalização", Economia & Empresa, Universidade Mackenzie, vol. 2 - Nº 1, janeiro/março de 1995.
- Costa, Fernando Nogueira; "Círculo de Financiamento na Economia Brasileira"; Economia e Sociedade; Nº 9; Campinas, Unicamp, dez. 1997.
- Cruz, Paulo Roberto Davidoff; Dívida Externa e Política Econômica: A experiência brasileira nos anos setenta. São Paulo, Brasiliense, ( Tese de Doutorado ); 1984.
- Cruz, Paulo Roberto Davidoff; "Notas sobre o Financiamento de Longo Prazo na Economia Brasileira no Pós-Guerra"; in Economia e Sociedade ; Nº 3; Campinas, Unicamp, Dez de 1994.
- Cruz, Paulo Roberto Davidoff; "Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: Os setores público e privado na crise dos anos oitenta"; Nova Economia; Vol. 5, Nº 1, Belo Horizonte, Agosto de 1995.
- Damill, Mário; Fanelli, José M. e Frenkel, Roberto; "De México a México: el desempeño de América Latina en los 90"; Revista de Economía Política; vol 16, Nº 4, outubro-dezembro/1996.
- De Negri; João Alberto "Elasticidade-Renda e Elasticidade-Preço da demanda de automóveis no Brasil"; Texto para Discussão Nº 558; Ipea, Brasília, 1998.
- Devlin, Robert; French Davis, Richard e Griffith-Jones, Sthephany; "Repuntes de las corrientes de capital y el desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas"; in Las Nuevas Corrientes Financieiras Hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas; Cepal / El trimestre Económico; Fondo de Cultura Económica; México, DF; 1995.
- Eichner, Alfred S.; "Micro foundations of the corporate economy"; Towards a New Economics - Essays in Post-Keynesian and Institutional Theory, London, Macmillan, 1985.
- Eichner, Alfred S.; The Macrodynamics of Advanced Market Economies, 1991
- Eichner, Alfred S.; The Megacorp and Oligopoly: Micro-Foundations of Macro-Dynamics; Cambridge University Press, 1976.
- Fanelli, José M., Frenkel, R. e Rozenwurcel, Guilherme; "Crescimento e Reforma Estrutural en América Latina", in Adonde va América Latina. Santiago, Cieplan, 1992.
- Fanelli, José M.; e Machinea, José L. "El Movimiento de Capitales em Argentina"; Estabilización Macroeconómica, Reforma Estructural y Comportamiento Industrial, CEPAL/IDRC, Aliança Editorial, Org. Jorge M. Katz, 1995.
- Ferreira, Carlos Kawal L. O Financiamento da Indústria e Infra Estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais; Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, Campinas, 1995.
- Ffrench-Davis, Ricardo e Griffith-Jones, Sthephany ( orgs ); Las Nuevas Corrientes Financieiras Hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas; Cepal / El trimestre Económico; Fondo de Cultura Económica; México, DF; 1995.

- Ffrench Davis, Ricardo; Manuel Agostin e Andras Uthoff; "Movimentos de Capitales, Estrategia Exportadora y Estabilidad Macroeconómica en Chile"; Las Nuevas Corrientes Financieiras Hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas; Cepal / El trimestre Económico; Fondo de Cultura Económica; México, DF; Org. Ricardo Ffrench-Davis e Sthephany Griffith-Jones, 1995.
- Filardo, Maria Lúcia Rangel; Fontes de Financiamento das Empresas no Brasil, FEA/USP, São Paulo, 1979.
- Fonseca, Renato; Carvalho, Márcio; Pourchet, Henry "A Orientação Externa da Indústria Brasileira Após a Liberalização Comercial", IPEA/FUNCEX, Mimeo, 1997.
- Franco, Gustavo Henrique Barroso; O Plano Real e Outros Ensaio; Rio de Janeiro; Ed. Francisco Alves, 1995.
- Franco, Gustavo Henrique Barroso; "A dívida externa acabou", Publicado em: [Http://www.Bacen.gov.br](http://www.Bacen.gov.br). Consultado em 1998.
- Freitas, M. P. "Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro", in IPEA/FUNDAP, convênio 13/97, Relatório Final, 1998.
- Frenkel, Roberto "El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: un análisis de Argentina, Brasil, Colombia Y Uruguay" in El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalizacion y regulacion; org Frenkel, Roberto; CEDES, Buenos Aires, 1994.
- Frenkel, Roberto e Fanelli, José M. "Estabilidad y Estructura - interacciones en el crecimiento económico", Estabilización Macroeconómica, Reforma Estructural y Comportamiento Industrial, CEPAL/IDRC, Aliança Editorial, Org. Jorge M. Katz, 1995.
- Frenkel, Roberto et. Alli "Shock Externo y Desequilibrio Fiscal: La macroeconomía de América Latina en Los Ochenta", Cedes, 1991.
- Frenkel, Roberto; "Decisões de Preço em Alta Inflação"; Estudios Cedes, 1979.
- García, Marcio e Baroinski, Alexandre; "Capital Flows to Brasil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls"; Anais do 24 encontro da ANFEC, 1996.
- Gonçalvez, Ana Lúcia e Laplane, Mariano; "Dinâmica Recente da Indústria Brasileira e Desenvolvimento Competitivo", Economia e Sociedade, Nº 3, Unicamp, Campinas, Dez de 1994.
- Hay, Donald A; "The post 1990 Brazilian trade liberalization and the performance of large manufacturing firms: productivity, market share and profits, mimeo, IPEA, julho, 1997.
- Kalecki, M. Teoria da Dinâmica Econômica, abril Cultural, São Paulo, 1983.
- Kalecki, M.; "The principle of increasing risk"; in Econômica; vol. IV, novembro de 1937.
- Kandir, Antônio; A dinâmica da Inflação; São Paulo; Nobel; 1989.
- Keynes, Jhon Maynard; "A Teoria Ex Ante da Taxa de Juros"; Clássicos de Economia; Ipea; Reinpressão de artigo originalmente publicado em The economic journal, 1937.

- Keynes, Jhon Maynard; A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda; 1936.
- Khume, Honório; "A política de importação no Plano Real e a Estrutura de proteção efetiva"; Texto para Discussão Nº 423, Ipea; Brasília, maio de 1996.
- Krugman, Paul; "Tulipas holandesas e mercados emergentes"; in Política Externa, Setembro de 1995.
- Labini, Silos P. Oligopoly and technical progress; Cambridge; Harvard University Press, 1962.
- Laplane, Mariano; Sarti, Fernando "Investimento Direto Estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90"; Mimeo; Neit/Unicamp; Campinas, 1997.
- Lia Haguenuer, Ricardo Markwald; Henry Porche; "Estimativas de valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira ( 1985 - 1996)"; FUNCEX/IPEA, Mimeo, 1997.
- Lopes, Francisco; "Mecanismos de Transmissão da Política Monetária"; Revista de Economia Política; 1997.
- Madi, Maria Alejandra C. e Meleti, Patrícia Magaldi; Tendências Estruturais dos Bancos Privados no Brasil: dinâmica da relação entre bancos e empresas não financeiras ( 1990-1994 ); Texto para Discussão Nº 26, IESP, São Paulo, agosto de 1995.
- Madi, Maria Alejandra Caporale, Política Monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana; Campinas, UNICAMP, Tese de Doutorado, 1994.
- Malan, Pedro; Guimarães, Eduardo Augusto; "A opção entre capital de empréstimo e capital de risco"; Texto para Discussão Nº 46; IPEA; Brasília, março de 1982.
- Margarido, Sergio Pavan; Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de noventa: Construção de novos vínculos financeiros e a emergência de novos riscos; Tese de Mestrado, Campinas; Unicamp; Dezembro de 1997.
- Meyer, Arno e Basques, M. S.; "Fuga de Capitais no Brasil", FGV/ IBRE / CEME, 1989.
- Minsky, Hyman; Jhon Maynard Keynes, Nova York, Columbia University Press, 1975.
- Minsky, Hyman; Stabilizing an Unstable Economy; New Haven; Yale University Press, 1986.
- Miranda, José Carlos, "Reestruturação Industrial em um Ambiente de Instabilidade Macroeconômica: O caso do Brasil", Estabilización Macroeconômica, Reforma Estructural y Comportamento Industrial, CEPAL/IDRC, Aliança Editorial, Org. Jorge M. Katz, 1995.
- Moreira, Maurício Mesquita; Corrêa, Paulo Guilherme; Abertura Comercial e Indústria: O que se Pode Esperar e o que se Vem Obtendo; Texto para Discussão BNDES, Nº 49, BNDES, DEPEC, 1996.
- Nonnenberg, Marcelo; Impacto dos Financiamentos sobre o Crescimento das Importações Brasileiras: 1992 - 1995; Texto para Discussão, Nº 432, IPEA, Brasília, agosto de 1996.

- Pastore, Affonso Celso e Pinotti, Maria Cristina; "Taxa Cambial Real e os Saldos Comerciais"; Revista de Economia Política, vol. 5, n 2, abril/junho de 95.
- Pereira, Thiago Rabelo e Carvalho, Alexandre; "Abertura Comercial, Mark ups setoriais domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações"; Texto para Discussão Nº 571, IPEA, Brasília, julho de 1998.
- Pires de Souza, Francisco Eduardo; "O investimento antes e depois do Plano Real"; UFRJ, Rio de Janeiro, Mimeo, 1996.
- Possas, Mário L.; "Racionalidade e Regularidades: Rumo a Integração Micro-Macrodinâmica"; Economia e Sociedade; Nº 2; Campinas, agosto de 1993.
- Possas, Mário L ( a ); A Dinâmica da Economia Capitalista: Uma abordagem teórica; Brasiliense, 1987.
- Possas, Mário L. ( b ); Estruturas de Mercado em Oligopólio; Hucitec, São Paulo, 1987.
- Rezende, Marco Flávio e Anderson, Patrícia "Mudanças estruturais na indústria Brasileira de Bens de Capital nos anos noventa"; Ipea; Brasília; Mimeo; 1999.
- Rodrigues, Rute Imanishi; "Empresas estrangeiras e fusões e aquisições: Os casos dos ramos de Autopeças e de Alimentação/Bebidas em meados dos anos 90"; Texto para Discussão Nº 622; Brasília, Ipea, janeiro de 1999.
- Romer, David; Advanced Macroeconomics; McGraw Hill, Berkeley, 1996.
- Sarti, Fernando; Evolução das Estruturas de Produção e de Exportação da Indústria Brasileira nos Anos 80; Dissertação de Mestrado, UNICAMP, Campinas, 1994.
- Schumpeter, Joseph Alois, Teoria do Desenvolvimento Econômico, Abril Cultural, São Paulo, 1992.
- Silva, A. M. "Intermediação Financeira no Brasil: Origens, estruturas e problemas"; São Paulo; USP, Fipe, 1981.
- Simonsen; Mário Henrique; Trinta anos de Indexação; Rio de Janeiro, FGV, 1995.
- Steindl, Josef; Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americano; São Paulo, Abril Cultural, 1983.
- Stiglitz, Joseph, E. Weiss; "A Credit Racioning in Markets With Ineperfect Information, American Economic Review; V. 71, Nº 5, 1981.
- Studart, Rogério; "O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: uma alternativa pós keynesiana à visão convencional"; Revista de Economia Política; Vol. 13, Nº 1(49), janeiro-março/1993.
- Suzigan, Wilson; Villela, Aníbal; Industrial Policy in Brazil; Campinas, IE Unicamp, 1997.
- Sweezy, P. M.; "Demand under conditions of oligopoly"; Journal of Political Economy, Chicago, V. 47, Agosto 1939.
- Tavares, Maria da Conceição e Belluzo, Luiz Gonzaga; "Uma Reflexão sobre a Natureza da Inflação Contemporânea"; Inflação Inercial, Teorias

- sobre a Inflação e o Plano Cruzado; RJ, Paz e Terra; Org. Rego, J.M; 1986.
- Tavares, Maria da Conceição; Ciclo e Crise - o movimento recente da industrialização brasileira, Rio de Janeiro, FEA/UFRJ, Tese de Prof. Titular, 1978.
- Tavares, Maria da Conceição; "Ajuste e Restruturação nos Países Centrais: a modernização conservadora" in; Desajuste Global e Modernização Conservadora; Paz e Terra; Rio de Janeiro; org Tavares, Maria Conceição e Fiore, José Luis ; 1996.
- Tavares, Maria da Conceição; Acumulação de capital e industrialização no Brasil; Campinas, Editora da Unicamp, 1975.
- Teixeira, Aloisio; "O Ajuste Impossível - O caso do Brasil"; O Ajuste Impossível: Um estudo sobre a desestruturação da ordem econômica mundial e seu impacto sobre o Brasil, Editora da UFRJ, Rio de Janeiro, RJ, 1994.
- Vercelli, Alessandro; Methodological Foundations of macroeconomics: From Keynes to Lucas; Cambridge, Mass.: Cambridge Univ. Press, 1991.
- Wood, Adrian, Uma teoria dos Lucros; Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1980.
- Wray, Randall; Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach; University of Denver, 1990.