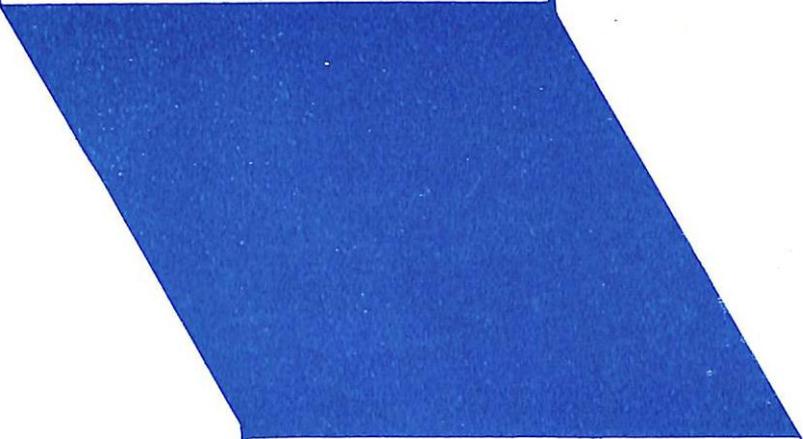


5  
UFRJ/181  
V081  
43952-5

Universidade Federal do Rio de Janeiro

INSTITUTO DE  
ECONOMIA  
INDUSTRIAL



TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 81  
O AJUSTE FINANCEIRO DAS EMPRESAS  
PRODUTIVAS NA CRISE  
  
Júlio Sérgio Gomes de Almeida  
Outubro/1985



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL

O AJUSTE FINANCEIRO DAS EMPRESAS PRODUTIVAS NA CRISE

Júlio Sérgio Gomes de Almeida



43 - 016343

**anpec**  
ASSOCIAÇÃO NACIONAL  
DE CENTROS DE  
PÓS-GRADUAÇÃO  
EM ECONOMIA

Este trabalho foi impresso  
com a colaboração da ANPEC  
e o apoio financeiro do PNPE

PROGRAMA NACIONAL DE  
**PNPE**  
PESQUISA ECONÔMICA

FEA - UFRJ  
BIBLIOTECA

Data: 22 / 4 / 86

N.º Registro: 043952-5

NS98342

S  
UFRJ/IEI  
TD 81

FICHA CATALOGRÁFICA

Almeida, Júlio Sérgio Gomes de

O ajuste financeiro das empresas produtivas na crise.--Rio de Janeiro, UFRJ/Instituto de Economia Industrial, 1985.

31 p.--(Texto para Discussão; n.81)

Introdução

A dificuldade em averiguar as mudanças aos níveis patrimonial e financeiro que se processaram no setor produtivo da economia nestes últimos anos de recessão econômica reside no material empírico disponível. A rigor, o exame da performance das empresas nestes anos, em termos de rentabilidade e margens de lucro, endividamento e geração interna de poupanças, investimentos produtivos versus aplicações financeiras, etc., que exprimem o impacto da recessão sobre as empresas produtivas e as reações empresariais face à crise, deveria se pautar em estudo abrangente, nos quais um número representativo de empresas pudesse ser submetido à avaliação segundo a propriedade do capital, os diversos setores da economia e tamanho da empresa.

Existe um único trabalho para a economia brasileira com estas características: o de Calabi, Reiss e Levy<sup>1</sup>. Este trabalho, que pesquisou os demonstrativos financeiros de mais de 10.000 empresas com dados da Receita Federal, compreende contudo um período com características inteiramente diversas do período mais recente. O estudo cobriu os anos de 1969 a 1976, abrangendo assim, em boa parte, o chamado "milagre brasileiro".

De diversas fontes partem, no entanto, evidências que, embora deixem a desejar na abrangência das empresas consideradas e/ou na profundidade da análise, denotam ter havido, nos últimos anos, profundas mudanças ao nível da estrutura de capital e pa-

(1) Calabi, A. Reiss G. e Levy, P. Geração de Poupanças e Estrutura do Capital das Empresas no Brasil. IPE/USP, Relatório de Pesquisa nº 6, 1982.

drões de rentabilidade das empresas produtivas. Dentre as fontes que cabe salientar encontram-se os levantamentos anuais como o "Quem é Quem na Economia Brasileira" (Revista Visão) e o "Balanço Anual" (Gazeta Mercantil) e pesquisas com base em amostras de empresas como as de Rogério F. Werneck, referente às empresas estatais e, ainda, uma outra, de nossa própria autoria, referente a uma seleção de grandes empresas estatais e privadas.

A vantagem dos levantamentos anuais é que reúnem número muito expressivo de empresas<sup>1</sup> de variados portes, setores e procedências. O quadro a seguir, extraído do Quem é Quem, apresenta um panorama de triênio 1981/83, caracterizado, inequivocamente, pelas seguintes tendências:

- queda generalizada da rentabilidade<sup>2</sup>, sobretudo no ano de 1983 (em alguns setores, após uma pequena recuperação em 1982). As exceções ficam por conta de setores mais vinculados à exportação: mineração, calçados e produtos alimentares;

- queda nas médias setoriais e global do indicador de liquidez<sup>3</sup>, embora não generalizadamente (setores como a construção civil, mecânica e eletroeletrônica e os que obtiveram crescimento de rentabilidade melhoraram substancialmente a liquidez interna);

(1) Cerca de 8500 empresas no levantamento da Visão e 800 no da Gazeta Mercantil.

(2) Definida como a relação entre lucro líquido e patrimônio líquido.

(3) Trata-se do indicador clássico, ativo circulante/passivo circulante.

- queda expressiva no grau de endividamento<sup>1</sup> em todos os setores onde a presença de empresas estatais não é preponderante. Setores onde a presença de grandes empresas do Estado é marcante tenderam a elevar o endividamento, como em transporte e armazenagem, serviços públicos e química.

As evidências resumidas acima precisam ser devidamente ressaltadas. A recuperação do indicador de endividamento e mesmo da liquidez no caso de vários setores deu-se nos anos da mais aguda recessão (que jogava no sentido de deprimir a rentabilidade), da mais intensa elevação das taxas de juros nos planos externo e interno (que, juntamente com a política cambial em vigor no período, valorizava os saldos de dívidas), além da mais violenta contração da liquidez global da economia jamais vista.

A Tabela a seguir, tomada dos levantamentos da Gazeta Mercantil, traz evidências adicionais, também bastante interessantes. Os indicadores de rentabilidade<sup>2</sup>, de liquidez e endividamento são apresentados segundo a propriedade do capital e pelas suas medianas, estatística menos vulnerável à elevadíssima concentração entre as empresas<sup>3</sup>.

Note-se a melhoria significativa quanto à rentabilidade e grau de endividamento, sobretudo no ano de 1983 e que abrangem,

1) Avaliado pela relação entre exigível total e passivo total.

2) Rentabilidade é aqui definida como lucro antes da correção monetária sobre o patrimônio líquido. Os demais indicadores têm a mesma definição do quadro extraído do "Quem é Quem".

3) Segundo a "Quem é Quem", de 1984, "as 300 maiores empresas não-financeiras, representam mais de 60% do patrimônio total e mais de 40% das vendas conjuntas das 8.480 empresas" (p.16).

até mesmo, as empresas estatais, que, no entanto, persistiram com uma situação de rentabilidade, de liquidez e de endividamento extremamente deteriorados em face dos segmentos do capital privado.

TABELA 1  
RENTABILIDADE, LIQUIDEZ E ENDIVIDAMENTO  
1980/83 - MEDIANA (%)

	Nacional Privado				Estrangeira				Estatal			
	1980	1981	1982	1983	1980	1981	1982	1983	1980	1981	1982	1983
Rentabilidade do Patrimônio	13,7	9,7	6,0	17,3	2,7	-10,3	-0,5	23,2	-10,6	-21,8	-81,2	-7,9
Liquidez	2,5	2,6	3,1	1,5	1,8	1,8	1,6	1,4	1,7	1,7	1,0	0,8
Endividamento	47,1	45,4	44,8	37,5	58,6	62,7	67,0	45,3	61,5	59,4	57,8	53,0

Fonte: Balanço Anual, vários anos.

As informações disponíveis não permitem avançar mais. Particularmente, não admitem uma avaliação de como foi o impacto da crise sobre empresas de porte médio e pequeno. Ficam, a partir dos dados apresentados, as sugestões de que mudanças importantes tiveram lugar na estrutura patrimonial e no desempenho, sobretudo financeiro, das empresas nos últimos anos e de que uma desagregação relevante para a análise é a do corte privado x estatal, para o qual, felizmente, existem estudos mais aprofundados. A desagregação por tamanho não está coberta por nenhum estudo e, como já insinuamos, esta constitui uma lacuna grave no conhecimento das mudanças ocorridas ao nível do setor produtivo nos anos de crise.

Já fizemos referência ao trabalho que estamos realizando.

Ele se baseia em uma seleção de empresas estatais, privadas nacionais e estrangeiras, cobrindo um período muito significativo: 1978-84. Não inclui apenas as empresas líderes em seus respectivos setores<sup>1</sup>. Em resultados preliminares deste trabalho é que nos apoiemos para as observações a seguir acerca das mudanças ao nível da estrutura do capital e do desempenho corrente das empresas privadas (seção 2) e empresas estatais (seção 3).

## 2 - As empresas Privadas

O trabalho selecionou 218 grandes empresas, das quais 118 nacionais privadas, 61 estrangeiras e 39 estatais<sup>2</sup>, para as quais foram coletados dados do balanço patrimonial, demonstrativos de resultados e fontes e usos de recursos.

Preliminarmente, vejamos as condições que vigoraram na economia brasileira no período coberto pela pesquisa (1978-83). Foi um período predominantemente recessivo, no qual as taxas de juros internas e externas sofreram forte elevação e agravou-se, sobremaneira no plano interno, a incerteza sobre os rumos futuros da economia (sobretudo devido à crise cambial) e a instabilidade financeira, motivos para que fossem exacerbadas tendências já presentes na economia: retração dos investimentos, fuga de capitais pa

(1) Trata-se de uma pesquisa que está sendo conduzida no Centro de Estudos e Projetos em Economia do Setor Público (CEPESP, FUNDAP). Há um relatório preliminar, intitulado "Estrutura Patrimonial e Desempenho Financeiro: A Empresa Estatal e a Grande Empresa Privada na Crise Atual - 1978-83", CEPESP, 1985.

(2) Ver a lista de empresas ao final do texto. Estas 218 empresas foram responsáveis por cerca de 40% do faturamento do total de empresas (cerca de 8.000) listadas no Balanço Anual.

ra aplicações financeiras, aceleração inflacionária e contração da demanda de crédito novo, em se tratando de grandes e poderosas empresas.

Os resultados da pesquisa vão ao encontro das linhas acima, particularmente para os anos de 1981 e 1983, quando as condições relativas a crescimento econômico, taxas de juros, política cambial, incerteza e instabilidade financeira tornam-se ainda mais graves.

Assim é que a composição ativa das empresas alterou-se profundamente, de um lado, no sentido da redução dos saldos que expressam o estoque de ativos operacionais e do crédito primário concedido a clientes, de outro, na direção do aumento dos ativos não operacionais das empresas, vale dizer, ativos financeiros e participações acionárias em outras empresas. Do lado passivo, registrou-se recuo do endividamento, sobretudo da dívida junto ao sistema bancário, o que pode também ser entendido dentro da perspectiva acima quanto ao direcionamento das novas aplicações das grandes empresas, no caso, pela antecipação de pagamentos de dívidas, a não contratação de crédito novo e, mesmo, a recomposição das dívidas entre as fontes<sup>1</sup>, como forma de aplicação alternativa ao investimento em capital fixo ou capital circulante.

Reagrupamos as contas ativas e passivas para ilustrar o que foi dito acima. Note-se na Tabela 2 que, para várias contas, o período 1978-80 apresenta características opostas às do período

(1) Entre moeda estrangeira e moeda nacional, com opção de depósito de 432; entre fonte bancária e crédito de fornecedores ou debêntures, etc.

1981-83. Contas como clientes e estoques aumentam de expressão e aplicações financeiras<sup>1</sup> reduzem-se, certamente em função da preferência da correção cambial e monetária em 1980 e da especulação com mercadorias que se seguiu. Estas mesmas contas mudam rapidamente de direção a partir de 1981. Note-se, ainda, sobretudo quanto às empresas nacionais, como cresce, também a partir deste ano, a conta investimentos, que expressa o saldo das participações em empresas controladas ou coligadas.

Se se toma então o ano de 1980 como ano-base, fica evidente na Tabela 2 como os anos de agudização da crise econômica e da instabilidade financeira assistiram à contração dos ativos operacionais (sobretudo do capital circulante)<sup>2</sup>, tanto para as empresas privadas nacionais (de 45,2% do total do ativo para 42,6%) quanto para as estrangeiras (de 53,3% para 49%); à retração do crédito primário a clientes (24,2% para 21% - nacionais e 19,7% para 18% - estrangeiras) e à escalada dos ativos não operacionais: de 20,6% para 26,2% para as nacionais e de 13,8% para 18,1% entre as empresas estrangeiras.

Os reagrupamentos do lado passivo são apresentados na Tabela 3. Note-se que se é utilizado o conceito mais geral de endividamento, a relação entre exigível total e o passivo (indicador, aliás, utilizado pelo Quem é Quem e o Balanço Anual, referidos na Introdução), o ano de 1981 também é um marco na reversão do grau de endividamento, tanto de um grupo de empresas, quanto

(1) "Aplicações financeiras" é entendida como a soma do disponível com títulos e valores mobiliários.

(2) Devemos advertir para a relativa rigidez do imobilizado, devido à própria correção monetária.

TABELA 2 - ESTRUTURA DO ATIVO - 1978/83 (%)

CONTAS DO ATIVO	Nacional Privada						Estrangeira					
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Circulante	48,0	48,2	52,3	49,2	47,6	43,5	54,3	53,2	54,3	50,1	47,5	47,6
R.L. Prazo	4,5	4,8	4,2	4,8	3,9	4,0	2,6	3,5	4,4	3,9	3,8	5,6
Permanente	47,5	47,0	43,6	46,0	48,5	52,5	43,2	43,3	41,3	45,8	48,7	46,8
Imobilizado	32,4	31,5	29,0	30,5	31,4	32,6	32,8	31,9	30,4	34,3	35,8	33,2
Estoques	14,0	13,7	16,2	13,8	12,0	10,0	17,5	18,8	22,9	18,7	17,1	15,8
Sub-total	46,4	45,2	45,2	44,3	43,4	42,6	50,3	50,7	53,3	53,0	52,9	49,0
Apl. Financeiras	7,2	7,2	7,3	6,7	7,5	7,6	7,4	6,5	5,9	6,3	5,3	7,3
Investimentos	13,3	13,3	13,3	14,3	16,1	18,6	6,9	7,1	7,9	8,6	9,9	10,8
Sub-total	20,5	20,5	20,6	22,8	23,6	26,2	14,3	13,6	13,8	14,9	15,2	18,1
Clientes	19,6	20,9	24,2	23,6	23,4	21,0	17,6	16,5	19,7	19,2	19,4	18,0
Ativo Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(Em Cr\$ trilhões de Dezembro de 1984)	42,69	41,37	37,50	42,10	46,06	42,68	43,56	42,22	35,37	37,57	38,38	35,67

TABELA 3 - ESTRUTURA DO PASSIVO - 1978/83 (%)

CONTAS DO PASSIVO	Nacional Privada						Estrangeira					
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Circulante	33,3	34,7	38,7	35,1	31,4	28,0	41,9	44,4	47,4	45,0	42,4	42,1
Exg. Longo Prazo	17,3	16,4	14,8	15,6	15,5	17,5	17,3	16,9	14,1	14,5	14,6	14,8
Sub-Total - Exg.tot	50,6	51,1	53,5	50,7	46,9	45,5	59,2	61,3	61,5	59,5	57,0	56,9
Endividamento Bancário	24,7	24,8	22,8	22,2	17,1	18,3	26,6	28,7	26,1	27,2	24,9	25,7
Fornecedores	8,7	8,8	9,0	8,2	7,8	7,3	14,5	14,6	12,4	9,6	10,7	11,9
Debêntures	-	0,1	0,7	2,2	3,7	2,7	0,1	0,2	0,3	0,4	1,0	0,4
Sub-tot - End.Externo	33,4	33,7	32,5	32,6	28,6	28,3	41,2	43,5	38,8	37,2	36,6	38,0
Patrimônio Líquido	49,4	48,9	46,5	49,3	53,1	54,4	40,8	38,6	38,5	40,5	43,0	43,2
Passivo Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(Em Cr\$ trilhões de Dezembro de 1984)	42,69	41,37	37,50	42,10	46,06	42,68	43,56	42,22	35,37	37,57	38,38	35,67

do outro. O endividamento decresce rapidamente entre as grandes empresas nacionais, atingindo 44,5% em 1983, após ter aumentado de 50,6% para 53,5% entre 1978 e 1980. Decresce também, embora mais lentamente, para a estrangeira: alcança 56,9% em 1983, quando chegará a 61,5% em 1980<sup>1</sup>.

Mas o interesse na Tabela 3 é que as informações ali contidas permitem trabalhar com outros conceitos de endividamento: o endividamento junto ao sistema bancário, que inclui empréstimos e financiamentos, além de desconto de duplicatas, e o endividamento externo, que compreende o financiamento bancário mais a dívida extra-bancária, que representa ônus para a empresa, como fornecedores e debêntures. Se utilizarmos estes conceitos de endividamento, podemos observar um fato da maior significância: o início da redução do grau de endividamento, sobretudo quanto ao endividamento bancário, se dá a partir de 1979, antes, portanto, dos anos de instabilidade de crises mais agudas, e certamente em função, principalmente, dos sinais vindos do exterior (elevação das taxas de juros externas) e da política cambial (a primeira maxidesvalorização do cruzeiro em 1979).

Observe-se, ainda, como as empresas nacionais procuraram uma modalidade de endividamento que até a entrada dos 80 tinha expressão rigorosamente nula em seu processo de reestruturação passiva: a emissão de debêntures.

(1) Uma razão plausível para a mais lenta queda entre as estrangeiras e os níveis mais altos de endividamento que registram: parcela do endividamento pode ser entendida como mera relação filial-matriz, alternativa ao investimento direto. Além do mais a opção de depósito no Banco Central (Res.nº 432) reduz na prática a presença de redução da dívida (no caso, externa, que é mais expressiva entre as empresas estrangeiras).

Os valores absolutos em que se expressa este processo de contração do endividamento da grande empresa privada são também muito significativos. Desde 1979 até 1983 o endividamento bancário decresceu em Cr\$ 2,45 trilhões para as 118 empresas privadas e em Cr\$ 2,96 trilhões para as 61 empresas estrangeiras da amostra (valores de dezembro de 1984).

A Tabela 4 apresenta um outro indicador de endividamento bancário/patrimônio líquido que dá idéia do peso da dívida contraída junto aos bancos no capital próprio da empresa. Foram incluídas nesta tabela informações sobre as empresas estatais nos níveis federal e estadual, bem como as taxas de crescimento do capital próprio e das dívidas bancárias.

Aqui também pode-se observar como baixou rapidamente o grau de endividamento de empresas privadas (nacionais e estrangeiras), mais em função da contração da dívida do que do aumento do capital próprio.

A abordagem do endividamento da empresa estatal será feita dentro em breve, mas fica desde já o registro de que, como mostram os dados da Tabela 4, sua trajetória foi diametralmente oposta à das empresas privadas.

As mudanças processadas ao nível da estrutura ativa e ao nível do grau de endividamento das empresas privadas condicionou fortemente seu desempenho corrente em termos de taxas e margens de lucro.

TABELA 4 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO E FINANCIAMENTO BANCÁRIO  
1978/83 - (%)

	Taxas Médias Reais de Variação no Período 1978 - 83		Relação Endividamento Bancário- Patrimônio Líquido		
	Patrimônio Líquido	Endividamento Bancário	1979	1981	1983
Nacional Privada	1,9	5,8	50,8	44,9	33,7
Estrangeira	-3,0	-4,6	74,1	67,1	59,6
Estatal	0,0	8,6	73,9	77,0	105,4
Federal	1,9	7,9	75,0	72,8	103,3
- SPE	1,7	7,0			
- Não SPE	2,1	8,9	62,4	57,0	106,9
Estadual	-4,6	10,5	70,6	88,5	111,8

TABELA 5 - TAXAS E MARGENS DE LUCRO - EMPRESAS PRIVADAS  
1978 / 83 (%)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<u>Taxas de Lucro</u>						
LONO/AT						
Nacional Privada	9,2	8,4	12,1	8,8	10,3	10,4
Estrangeira	6,9	4,2	7,0	3,5	4,7	3,9
LONOC/AT						
Nacional Privada	9,3	8,1	11,5	7,8	9,0	7,7
Estrangeira	7,0	4,5	8,4	5,5	7,7	5,9
LONO/PL						
Nacional Privada	18,6	17,3	26,0	17,8	19,4	19,1
Estrangeira	17,0	10,7	18,1	8,7	10,8	9,1
LONOC/PL						
Nacional Privada	18,8	16,5	24,8	15,8	16,9	14,1
Estrangeira	17,1	11,7	21,9	13,5	18,0	13,8
<u>Margens de Lucro</u>						
Mark-up						
Nacional Privada	36,1	37,9	38,4	39,3	45,9	49,8
Estrangeira	25,5	26,2	23,7	26,8	27,4	32,7
LONO/RO						
Nacional Privada	10,5	9,6	12,3	9,6	11,8	14,6
Estrangeira	5,6	3,6	4,8	2,5	3,5	3,6
LONOC/RO						
Nacional Privada	10,6	9,3	11,7	8,6	10,3	10,8
Estrangeira	5,8	3,9	5,8	3,9	5,9	5,4

LONO = Lucro operacional e não-operacional

LONOC = Lucro operacional e não-operacional corrigido

AT = Ativo total

PL = Patrimônio Líquido

RO = Receita Operacional Líquida

Mark-up =  $\frac{RO - \text{Curto Prod. e Serviços}}{\text{Custo prod. e serviços}}$

A Tabela 5 reúne vários indicadores de "performance" para as empresas privadas, isto é:

Taxa de Lucro - note-se a acentuada instabilidade das taxas de lucro no período, com tendência à queda até 1981 (exceção para 1980<sup>1</sup>), recuperação em 1982 e nova queda em 1983. Para 1984 é esperada nova recuperação. Tomando o período como um todo, no entanto, é possível observar que ao longo dos anos da recessão a empresa nacional mantém aproximadamente o nível de taxa de rentabilidade, enquanto para a empresa estrangeira este cai, embora a queda seja relativamente modesta se o conceito de lucro utilizado é o de lucro operacional e não-operacional após a correção monetária do balanço<sup>2</sup>.

Margens de Lucro - as margens brutas de lucro (mark-up) apresentaram crescimento acentuado a partir de 1980, seguramente em decorrência de remarcações de preços e da retração da folha de salários em termos reais.

A elevação do mark-up foi um dos fatores responsáveis pela manutenção das margens líquidas de lucro (entre as empresas estrangeiras, conceito de lucro corrigido) ou mesmo elevação das margens líquidas, como se observa para as empresas nacionais na Tabela 5. Mas, segundo os dados disponíveis, um outro fator concorreu de forma decisiva para a recuperação do desempenho corrente das grandes empresas privadas durante a crise: a rentabilidade

(1) O efeito da prefixação da correção monetária, muito inferior à taxa de inflação sobre o patrimônio líquido deve ter sido decisiva para o resultado.

(2) Aconselhamos este conceito de lucro no caso das empresas estrangeiras e estatais devido a problemas e manipulações contábeis.

financeira que passaram a auferir de forma crescente nos últimos anos, aliada à contenção dos custos financeiros, obtida a partir da redução do endividamento.

Foi possível acompanhar a trajetória financeira de 41 empresas nacionais e 17 estrangeiras que apresentaram dados de despesa financeira bruta. Considerou-se esta última como receita não-operacional e aquela como despesa operacional, com o que foram modificados os conceitos de lucro operacional e de lucro não-operacional, tais como aparecem usualmente nos demonstrativos financeiros das empresas<sup>1</sup>. Os resultados, reproduzidos na Tabela 6, apontam para as seguintes conclusões:

a) as taxas e margens no conceito de lucro operacional (redefinido) apresentaram, de fato, forte redução nos anos 80, sendo apenas refreadas pelo crescimento muito acentuado no mark-up;

b) o lucro não-operacional sustentou a rentabilidade e as margens de lucro durante a crise;

c) por outro lado, no lucro não-operacional tiveram peso decisivo e crescente, no período, as receitas de operações financeiras<sup>2</sup>.

d) as despesas financeiras evoluíram para níveis muito elevados da receita operacional entre o início e o fim do período,

(1) Nos demonstrativos, despesas e receitas financeiras são apresentadas em termos líquidos (despesa menos receita), como despesa operacional.

(2) A empresa nacional apresenta um outro componente de destaque no lucro não-operacional: rendas provenientes de participações societárias.

sob o impacto da elevação das taxas reais de juros e da política cambial. Mas as receitas de operações financeiras cresceram ainda mais rapidamente, sobretudo nos anos 80.

e) a relação Despesa Financeira Bruta/Financiamento Externo (DFB/Fin.Ext.), que pode ser tomada como um indicador da taxa de juros interna às empresas, aumentou de tal forma ao longo do período que superou de longe a taxa de lucro sobre o capital próprio (PL), seja qual for o conceito de lucro utilizado. As grandes empresas procuraram contornar o problema reduzindo o endividamento.

Em suma, as evidências (pelo menos no que se refere às grandes empresas privadas) são de que estas conseguiram nos anos de crise sustentar taxas e margens de lucro (sobretudo pela via financeira) e gerar recursos internos que permitiram redução do grau de endividamento e aplicações vultosas de capital, porém orientadas prioritariamente para aplicações financeiras e participações em outras empresas. A sugestão que parece evidente é a de que se as altas (e, via de regra, crescentes) taxas de juros que vigoraram no período constituíram fator decisivo para que estes movimentos se processassem, dado que permitiram elevada rentabilidade financeira e promoveram desvalorização do patrimônio das empresas, sua redução constitui hoje condição para que a acumulação interna das empresas seja orientada às inversões diretamente produtivas.

TABELA 6 - INDICADORES SELECIONADOS PARA EMPRESAS QUE DISCRIMINAM RECEITA E DESPESA FINANCEIRA - 1978/83-(3)

	1978		1979		1980		1981		1982		1983	
	NP	Eg	NP	Eg								
<u>Taxa de Lucro</u>												
LO/PL	13,0	- 6,5	10,0	-11,7	16,4	- 5,0	6,7	-23,1	4,3	-13,7	- 0,3	-28,0
IR/PL	5,7	10,2	7,2	8,2	8,9	8,8	10,3	20,7	12,2	15,4	15,8	24,3
LO/O/PL	18,7	3,7	17,2	- 3,4	25,3	3,8	17,0	- 2,4	16,3	1,7	15,5	- 3,7
LO/OC/PL	18,9	12,1	17,3	5,6	24,5	17,6	13,5	16,8	13,8	23,9	11,7	19,0
<u>Margens de Lucro</u>												
LO/RO	8,5	- 2,1	6,2	- 3,8	9,1	- 1,3	4,3	- 6,1	3,0	- 3,9	- 0,3	- 9,4
IR/RO	3,7	3,3	4,5	2,7	5,0	2,2	6,6	5,5	8,7	4,4	14,3	8,2
LO/O/RO	12,2	1,2	10,7	- 1,1	14,1	1,0	10,9	- 9,6	11,6	0,5	14,0	- 1,2
LO/OC/RO	12,4	3,9	10,8	1,8	13,6	4,5	8,7	4,4	9,8	6,8	10,6	6,4
<u>Outros Indicadores</u>												
RFB/RO	2,1	1,8	3,0	2,5	2,8	1,6	5,1	4,5	5,4	3,6	9,8	7,0
RFB/LNO	55,9	55,7	67,6	95,1	56,3	72,3	77,0	81,7	62,9	83,1	68,8	85,0
RFB/DFB	35,1	33,8	37,3	32,5	45,7	28,3	50,0	41,5	47,9	41,2	55,9	50,5
DFB/RO	5,9	5,4	8,2	7,8	6,1	5,7	10,1	10,7	11,4	8,8	17,6	13,8
DFB/Fin. Ext.	14,4	12,8	21,4	17,4	19,4	18,5	30,0	34,1	35,8	30,7	42,8	37,4

LC = Lucro Operacional  
 LNO = Lucro Não-Operacional  
 LCO = Lucro Operacional e Não-Operacional  
 LO/OC = Lucro Operacional e Não-Operacional Corrigido  
 PL = Patrimônio Líquido  
 RO = Receita Operacional Líquida  
 RFB = Receita Financeira Bruta  
 DFB = Despesa Financeira Bruta  
 Fin.Ext = Financiamento Externo

3 - As Empresas Estatais

O quadro relativo à empresa estatal ao longo do período é, em tudo, oposto ao das empresas privadas: as mudanças do nível patrimonial concorreram para agravar seriamente a questão do endividamento e, a respeito dos indicadores de desempenho corrente, estes acusaram rapidíssima deterioração, em termos de rentabilidade, liquidez e capacidade de alavancar recursos.

Os dados do trabalho, embora restritos a um conjunto de 39 empresas estatais<sup>1</sup>, são claríssimos ao mostrar a profunda deterioração patrimonial e corrente das empresas estatais. O trabalho mais abrangente de Werneck aponta na mesma direção<sup>2</sup>.

Note-se, na questão do endividamento, como evoluem os níveis e índices de endividamento das empresas estatais. Esta evolução deu-se de forma generalizada, ou seja, envolvendo os planos federal e estatal, bem como empresas do SPE e não-SPE. (Tabelas 4 e 7)<sup>3</sup>. Note-se ainda o montante da evolução da dívida, de forma particularmente intensa nos anos de 1982 e 1983, quando cresceu para o conjunto das 39 estatais em Cr\$ 31 trilhões (a preços de 1984), contra aumento de Cr\$2,2 trilhões entre 1978 e 1981. (Tabela 7).

(1) Nas quais se incluem, entretanto, as maiores estatais. A ausência mais notável é em Serviços Públicos, a ECT. Consultar a lista do final do Capítulo.

(2) Werneck, R.F. Uma Análise do Financiamento e dos Investimentos das Empresas Estatais Federais no Brasil - 1980-83. PUC, Texto para Discussão nº79, outubro de 1984.

(3) O conceito do SPE - Setor Produtivo Estatal - utilizado é o de empresas estatais da indústria e da energia elétrica. Difere do conceito SEST, para quem SPE engloba as empresas "que produzem bens e serviços".

A problemática do endividamento das empresas estatais diz respeito também à composição do saldo da dívida.

Obtivemos dados para 17 estatais referentes à composição do endividamento bancário. Estes dados estão reproduzidos na Tabela 7, onde pode-se observar como cresceu a participação do endividamento em moeda estrangeira no total da dívida bancária.

Ambos os movimentos - crescimento do grau de endividamento e crescente peso da componente em moeda estrangeira - cuja rationale teve origem na própria política de ajuste macroeconômico de curto prazo (a indução das empresas, sobretudo estatais, à tomada de empréstimos externos para fechar o balanço de pagamento), estão na raiz do agravamento sem precedentes das condições de rentabilidade e liquidez das empresas do Estado.

Quando na entrada dos anos 80 as condições que vigoravam nos mercados financeiros internacionais se alteram, sobretudo quanto às taxas de juros, e a política econômica patrocina a elevação das taxas de juros e a desvalorização real do câmbio como medidas de ajuste no plano interno, a vulnerabilidade das empresas estatais quanto ao endividamento externo se patenteou na incapacidade em reverter o quadro pela via de reforço da acumulação interna e dos cortes de gastos correntes.

O nosso trabalho e a pesquisa de Werneck apresentam dados dos indicativos de que a empresa estatal buscou as vias de cortes de gastos correntes e de investimentos e elevações de preços para neutralizar a deterioração da lucratividade pelo esmagamento fi-

nanceiro. Ver, a propósito, tanto os dados da Tabela 8, onde se observa, após 1980, crescimento contínuo do mark-up, quanto os das tabelas 10 e 11, extraídas de trabalho de Werneck, onde se pode acompanhar a redução dos valores reais dos gastos com pessoal e encargos sociais, bem como dos gastos com investimentos. Não evitaram, contudo, a queda muito acentuada das taxas e margens líquidas de lucro (Tabela 8), do indicador de liquidez e da capacidade de alavancagem financeira (ver Tabela 9, inclusive para comparações com a trajetória de empresas nacionais privadas e estrangeiras).

A razão mais do que evidente para este insucesso, aliás já referido anteriormente, está amplamente documentada: o crescimento em velocidade espantosa dos encargos da dívida. Note-se na Tabela 9 como no ano de origem do trabalho de nosso levantamento (1978), a despesa financeira líquida como proporção da receita operacional das empresas estatais federais (4,2%) não se distanciava dos padrões privados de empresas nacionais e empresas estrangeiras, sobretudo para as empresas do SPE que, inclusive, apresentavam relação inferior às empresas privadas nacionais<sup>1</sup>. Os anos de 1979, 1981 e 1983 — anos de máximas valorizações do cruzado e de elevação das taxas de juros externas — colocaram em patamares sucessivamente mais elevados o peso dos encargos da dívida: 7,6% em 1979, 10,1% em 1981 e 23,1% em 1983.

(1) O índice relativo às empresas estaduais está fortemente comprometido com as empresas de energia elétrica, que têm grande peso na amostra.

TABELA 7 - ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO E ENDIVIDAMENTO EXTERNO - EMPRESA ESTATAL - 1978/83 (% sobre o total do Passivo)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<u>Endiv. Externo (%)</u>						
Estatal	41,2	43,7	39,0	39,3	45,5	50,1
Estatal Federal	42,3	43,6	36,9	37,2	45,5	49,5
SPE	42,9	50,2	43,3	44,8	49,8	50,8
Não SPE	41,7	37,8	30,7	30,0	41,3	48,4
Estatal Estadual	38,5	44,3	46,7	45,4	45,6	51,5
<u>Endiv. Bancário (%)</u>						
Estatal	35,1	35,6	34,0	34,3	40,6	43,8
Estatal Federal	37,1	35,8	31,2	31,5	40,1	42,4
SPE	36,3	37,4	35,2	25,9	41,3	39,4
Não SPE	38,0	34,4	27,3	27,4	39,0	45,6
Estatal Estadual	29,7	34,8	43,5	42,6	41,9	48,3
<u>Valores Reais- End. Bancário (cr\$ trilhões de dez/84)</u>						
Estatal	64,78	78,00	59,24	67,08	86,30	98,23
Estatal Federal	49,42	56,31	40,88	46,23	63,91	72,76
SPE	24,88	27,30	22,58	25,61	31,94	35,03
Não SPE	24,54	29,01	18,30	20,62	31,97	37,73
Estatal Estadual	15,36	17,69	18,36	20,85	22,39	25,47
<u>Participação da dívida em moeda estrangeira na dívida bancária- 17 estatais (%)</u>						
	51,5	63,5	67,1	65,7	71,2	71,9

TABELA 8 - TAXAS E MARGENS DE LUCRO - EMPRESAS ESTATAIS - 1978/83 (%)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<u>LONQ/AT</u>						
Estatal	- 3,7	- 6,7	- 6,7	-11,1	-12,5	-17,5
Estatal Federal	- 2,4	- 5,8	- 4,5	- 8,7	-10,0	-15,3
SPE	3,0	- 1,8	1,6	- 1,3	- 2,5	- 8,9
Não-SPE	- 8,2	- 9,3	-10,3	-15,8	17,1	-22,2
Estatal Estadual	- 7,0	- 9,6	-13,6	-18,1	-19,9	-24,7
<u>LONOC/AT</u>						
Estatal	3,0	0,7	2,0	2,7	1,6	1,8
Estatal Federal	3,6	0,6	2,8	3,0	1,9	1,3
SPE	5,8	1,6	4,0	3,1	0,7	1,5
Não-SPE	1,2	- 0,2	1,7	3,0	3,0	1,0
Estatal Estadual	1,5	1,1	0,4	1,6	0,8	- 0,6
<u>MARK-UP</u>						
Estatal	34,0	36,9	26,4	27,2	29,2	37,6
Estatal Federal	30,3	32,6	22,8	24,0	25,9	35,0
SPE	33,7	37,5	21,6	22,6	25,9	37,0
Não-SPE	23,6	24,0	25,3	27,3	25,7	30,5
Estatal Estadual	83,8	91,5	88,3	76,3	78,6	78,0
<u>LONOC/RO</u>						
Estatal	10,4	3,0	5,8	7,8	5,4	3,4
Estatal Federal	9,9	2,2	6,6	7,2	5,2	4,3
SPE	12,2	3,9	6,7	5,3	1,4	3,8
Não-SPE	5,1	- 1,2	6,3	11,3	13,2	5,6
Estatal Estadual	14,6	10,5	- 3,5	14,4	8,1	- 7,8

Veja a Tabela 5 para o significado dos Índices.

TABELA 9 - INDICADORES FINANCEIROS - 1978/83 - (%)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<u>Desp.Fin.Líqu. Receita Op.Líquida</u>						
Nacional Privada	3,9	4,9	4,0	5,6	5,0	3,6
Estrangeira	2,5	3,3	3,0	5,3	4,8	6,0
Estatal	7,4	11,3	11,4	13,7	11,9	24,8
Estatal Federal	4,2	7,6	7,9	10,1	8,9	23,1
SPE	3,0	7,7	7,7	10,6	8,3	28,2
Não-SPE	6,8	7,4	8,4	8,9	10,1	11,2
Estatal Estadual	37,0	43,6	49,7	54,3	43,6	44,4
<u>Liquidez - Ativo Circ./ Passivo Circ.</u>						
Nacional Privada	146,2	142,0	138,7	143,5	153,8	156,8
Estrangeira	120,2	112,5	113,7	111,6	107,4	108,3
Estatal	86,8	78,7	89,8	76,9	74,3	66,9
Estatal Federal	91,8	84,0	91,1	83,2	81,3	74,8
SPE	101,9	87,1	93,1	87,9	82,9	81,4
Não-SPE	69,8	74,8	84,4	70,0	75,9	56,7
Estatal Estadual	55,6	47,6	45,0	42,2	37,6	28,9
<u>Alavancagem Financeira*</u>						
Nacional Privada	6,2	4,2	9,4	2,9	3,6	3,9
Estrangeira	7,1	3,4	9,1	0,7	3,8	1,2
Estatal	0,9	-2,0	-1,5	-1,4	-1,6	-4,9
Estatal Federal	2,4	1,8	0,3	-0,3	-0,8	-5,0
SPE	5,3	-0,7	2,2	-1,3	-3,1	-8,9
Não-SPE	-0,3	-1,6	-0,6	0,9	0,7	-0,7
Estatal Estadual	-2,6	-3,4	-6,4	-4,4	-3,7	-4,5

$$* \text{ Alavancagem Financeira (AF)} = \frac{\text{LONOC}}{\text{PL}} - \frac{\text{LONOC} + \text{DFB}}{\text{PT}}$$

AF O indica que o retorno de capitais de terceiros investidos na empresa é superior ao seu custo.

TABELA 10 - ÍNDICES DE INVESTIMENTO REAL

	1980	1981	1982	1983
EMPRESAS:				
G.PETROBRÁS (21)	100.00	122.62	148.05	108.61
G.SIDERBRÁS (19)	100.00	83.20	60.34	33.03
G.ELETRORBRÁS (8)	100.00	96.23	89.58	64.51
G.TELEBRÁS (29)	100.00	112.76	123.11	98.25
G.CVRD (17)	100.00	176.94	206.71	122.92
G. RFPESA (4)	100.00	101.81	67.89	53.35
ITAIPU	100.00	95.35	84.10	55.77
G.NUCLEBRÁS (7)	100.00	259.34	337.91	280.72
COBAL	100.00	47.95	26.89	13.72
G.ACESITA(3)	100.00	44.98	35.78	65.39
G.PORTOBRÁS (10)	100.00	61.68	89.71	56.61
G.INFRAERO (2)	100.00	3.77	5.07	3.79
ECT	100.00	78.33	167.34	135.53
CARAIBA	100.00	75.62	52.90	14.61
LLOYDBRÁS	100.00	458.63	54.28	68.31
G.EMBRAER (4)	100.00	179.22	170.65	503.69
FOSFERTIL	100.00	3.45	7.54	6.24
SERPRO	100.00	301.73	337.23	568.22
USIMEC	100.00	7.94	24.38	9.58
COBRA	100.00	19.06	21.94	13.41
TOTAL	100.00	105.60	104.48	73.33

Fonte: Werneck, R., op.cit., Tabela 5.4

4 - Conclusões

É seguro que, para um segmento amplo de empresas privadas, o endividamento ainda é excessivo e seus custos comprometem a rentabilidade e a acumulação interna. Uma retomada do crescimento da economia poderia colaborar de forma importante para o reequilíbrio patrimonial e financeiro deste conjunto. Mas a condição fundamental é que os juros baixem. Esta também é a condição para que a grande empresa, que mostrou força em plena recessão e crise financeira para reestruturar-se patrimonialmente, reduza o endividamento, preserve a rentabilidade e recupere a capacidade de acumulação interna, voltando-se, novamente, à acumulação produtiva.

Isto se faz necessário não só como meio de recuperar os níveis de investimento real, fator para a retomada do crescimento com estrutura de capital mais equilibrada, mas também como condição para a recomposição do crédito comercial primário e dos estoques que se acham a níveis extremamente deprimidos, ameaçando permanentemente de reaceleração inflacionária a economia, seja no caso de uma retomada sustentada da demanda, seja até mesmo de crescimento espasmódico do consumo.

Para as empresas estatais, e sobretudo para aquelas que indubitavelmente constituem pilares da infra-estrutura e da própria dinâmica da economia brasileira, as informações disponíveis sugerem claramente que evoluiu a tal ponto a deterioração financeira destas empresas nos últimos anos, que não há como descartar uma revisão em profundidade quanto ao padrão de financiamento e formas de capitalização.

PUBLICAÇÕES DO IEI EM 1985  
TEXTOS PARA DISCUSSÃO

	Nº de páginas
65. TAVARES, Maria da Conceição e BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. <u>Uma reflexão sobre a inflação contemporânea.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão, 65)	30
66. ERBER, Fábio Stefano; GUIMARÃES, Eduardo Augusto; ARAUJO JR., José Tavares de. <u>A política tecnológica da segunda metade dos anos oitenta.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão, 66)	55
67. SABOIA, João L.M. e TOLIPAN, Ricardo M.L. <u>A relação anual de informações sociais (RAIS) e o mercado formal de trabalho no Brasil.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 67)	24
68. TAVARES, Maria da Conceição. <u>A retomada de hegemonia norte-americana,</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 68)	24
69. SABOIA, João L.M. <u>Considerações sobre as transformações no mercado de trabalho no Brasil durante a recessão - 1980/1983.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 69)	52
70. ZONINSEIN, Jonas. <u>Valor, concorrência e concentração.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985 (Discussão, 70)	47
71. KUPFER, David S. <u>O setor de medicamentos no Brasil: aspectos da estrutura industrial.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 71)	21
72. PENA, Maria Valéria Junho. <u>A política salarial do governo Figueiredo: um ensaio sobre sua sociologia.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 72)	41
73. LEITE, Antonio Dias. <u>A transição para a Nova República.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 73)	101
74. GUIMARÃES, Fábio Celso de Macedo Soares. <u>As macroeconomias neoclássica e keynesiana - Alguns reparos à "dinâmica macroeconômica" de Simonsen.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 74)	14
75. PERINE, Leila. <u>Competitividade dos periféricos nacionais: Unidades de disco (Drive).</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 75)	32
76. ERBER, Fábio Stefano; ARAUJO JR., José Tavares de; TAUILLE, José Ricardo. <u>Restrições externas, tecnologia e emprego. Uma análise do caso brasileiro.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 76)	77

	Nº de páginas
77. TAVARES, Maria da Conceição. <u>A Retomada da hegemonia norte-americana - Um aprofundamento do debate.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 77)	51
78. TAUILLE, José Ricardo. <u>O desenvolvimento internacional da robótica: dados e reflexões.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 78)	52
79. ZONINSEIN, Jonas. <u>Política industrial, joint ventures e exportações: A experiência brasileira.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985 (Discussão, 79).	80
80. ERBER, Fabio Stefano. <u>Paradigma tecnológico, complexo industrial e política econômica na microeletrônica.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 80)	27
81. ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. <u>O ajuste financeiro das empresas produtivas na crise.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985 (Discussão, 81)	31
82. TIGRE, Paulo Bastos. <u>Economia da Informação: implicações para o terceiro mundo.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985. (Discussão, 82).	14
83. PENA, Maria Valéria Junho. <u>Economia e política no pensamento de Albert O.Hirschman: uma análise de três textos.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985 (Discussão, 83).	39
84. TAUILLE, José Ricardo. <u>Aspectos sociais da automação no Brasil.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1985 (Discussão, 84)	13