

S
UFRJ/IEI
T0178

030451-4

CIDADE FE

INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL



TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 178

INSTABILIDADE DA ECONOMIA E ESTRUTURA
FINANCEIRA DAS EMPRESAS NO BRASIL DO
JUSTAMENTO RECESSIVO

Julio Sergio Gomes de Almeida

Outubro/1988

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL



INSTABILIDADE DA ECONOMIA E ESTRUTURA FINANCEIRA DAS
EMPRESAS NO BRASIL DO AJUSTAMENTO RECESSIVO*

Julio Sergio Gomes de Almeida
Outubro/1988



43 - 016498

*Parte do trabalho realizado para a unidade conjunta CEPAL/CET sobre empresas transnacionais, sob o título "Instabilidade, Crise e a Empresa Estrangeira no Brasil", março de 1988. O autor agradece a Denise Reis pela preparação dos dados. E a José Antonio Ortega, de quem se beneficiou de trabalhos conjuntos anteriores.

anpec
Associação Nacional de
Centros de Estudos e Pesquisas em Economia

ESTE TRABALHO FOI IMPRESSO NO
IEI, COM A COLABORAÇÃO DA ANPEC
E O APOIO FINANCEIRO DO PNPE

PROGRAMA NACIONAL DE
PNPE
DE PESQUISA ECONOMICA

INTRODUÇÃO

Este trabalho apresenta informações de levantamentos sobre as empresas nacionais e estrangeiras durante a crise e a instabilidade econômica brasileira dos 80. Dois pontos devem ser desde já explicitados porque deles dependerão seus limites e possibilidades. O primeiro diz respeito ao tipo de dados que alimentaram os levantamentos. Foram dados dos demonstrativos financeiros, que contêm uma série de limitações. Com base nesle é impossível avaliar os padrões de produtividade e tecnológicos das empresas, seus níveis de integração produtiva e financeira, e o comportamento dos investimentos. A identificação das diferentes estruturas de mercado também está fora das possibilidades do levantamento. Estes itens, a propósito, são centrais na moderna teoria da firma e do oligopólio. O máximo que aqui se pode afirmar é que as empresas do levantamento operam em setores oligopolizados e em mercados de preços regidos pelo mark-up, mas a estabilidade deste, tal como nos modelos de formação de preços "normais", não encontra correspondência em um período tão dramaticamente instável quanto o que percorreu a economia brasileira nessa década.¹

Concluindo: os dados extraídos dos demonstrativos financeiros, não obstante, prestam-se à análise da estrutura financeira e da evolução e composição de custo e lucro das empresas.

O segundo ponto a considerar é o da instabilidade vivida pela economia brasileira recente. A instabilidade, que de resto não se confunde com as etapas usuais como se interpreta o ciclo econômico, caracteriza-se pela variabilidade acentuada dos parâmetros que guiam as expectativas e os padrões de risco de empresários e capitalistas. No Brasil, a situação de extrema variabilidade de configurou-se desde 1979, assumindo os seguintes contornos principais:

a) A crise do setor externo, com o segundo choque do petróleo e o peso insustentável dos encargos financeiros da dívida a partir da explosão das taxas de juros internacionais em 1979, des-

1) A respeito, ver Maria da Conceição Tavares e Luiz Gonzaga Belluzzo. Uma Reflexão Sobre a Natureza da Inflação Contemporânea. In: José Marcio Rego, Inflação Inercial, Teorias Sobre Inflação e o Plano Cruzado. Paz e Terra, 1986.

FEA-UFRJ
BIBLIOTECA

Data: 28 / 11 / 88

N.º Registro:

030451-4

MS 84841

S
UFRJ/IEI
TD 178

FICHA CATALOGRÁFICA

Almeida, Júlio Sérgio Gomes de.

Instabilidade da economia e estrutura financeira das empresas no Brasil do ajustamento recessivo./Júlio Sérgio Gomes de Almeida.- Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1988.

57 p.; 21cm. (Texto para Discussão - IEI/UFRJ; n. 178)

1. Empresas - Estrutura Econômica - Brasil.
 2. Empresas - Finanças - Brasil. I. Título.
- II. Série

truiu a confiança na estabilidade nas regras de indexação de dívidas e ativos. Uma certa relação referida à inflação interna e externa definia no Brasil, simultaneamente as variações cambiais e monetárias sobre dívidas e ativos. Esta foi uma condição crucial para o crescimento nos 70 dos investimentos estrangeiros diretos no país e, sobretudo, para a espetacular evolução do endividamento em moeda nacional e em moeda estrangeira dos agentes econômicos domésticos, para muito além, aliás, da capacidade de financiamento do sistema financeiro interno. Como se não bastasse a expectativa de desalinhamento entre os indexadores, em 1979 o Governo rompeu explicitamente a regra de paridade do câmbio que seguira por 12 anos (as "minidesvalorizações"), decretando uma maxidesvalorização do cruzeiro (30% em novembro), acompanhada da prefixação das desvalorizações monetária e cambial para 1980. Em uma economia em que as relações de débito e crédito, bem como grande parte dos estoques de ativos e de dívidas tinham seus valores referidos aos dois indexadores, incorporou-se ao cálculo das empresas e demais agentes um componente de risco muito acentuado, capaz por si só de determinar perdas ou ganhos expressivos, independentemente de padrões de produtividade, eficiência e posição de mercado. O agravamento da crise do endividamento do país nos 80, culminando com a cessação de novos empréstimos internacionais a partir de 1982, a nova maxidesvalorização em 1983 (30% em fevereiro) e a indefinição quanto à negociação da dívida que se arrasta desde 1983, conferiram a este problema uma dimensão dramática durante todos os anos 80, até a atualidade.

b) A volatilidade dos juros foi componente decisivo da instabilidade. O impacto da elevação das taxas de juros internas (como a que acompanhou o aumento das taxas internacionais ou os encontros de choque ortodoxo, como em 1981, 1983 e 1985) tem implicações diretas na inflação (pela via dos custos financeiros) e na queda dos investimentos (pelo encarecimento do crédito e a sinalização de "desaquecimento" da economia que dá aos empresários). Mas, além disto, as taxas variaram amplamente e, talvez mais importante do que isto, sua avaliação "ex-ante" para quem decide tomar empréstimos, colocava-se como uma impossibilidade de fato, face a tantos determinantes incertos, como o movimento dos juros internacionais

e o rigor com que seria aplicada a política de ajustamento. Este comportamento dos juros foi acompanhado por violenta contração do crédito doméstico e por sucessivas mudanças e inovações financeiras que ampliaram o leque de aplicações de altos e baixos valores¹. A instabilidade dos juros, conjugada à incerteza quanto ao acesso ao crédito e mais as facilidades para aplicações especulativas e de curto prazo, se traduziram em instabilidade e incerteza nas decisões produtivas com o consequente encurtamento dos períodos de referência das decisões empresariais.

c) A ausência de horizonte de crescimento a longo prazo, que na trajetória brasileira de industrialização do pós-II guerra teve no Estado a sua definição e a organização dos diversos grupos empresariais, compõe o quadro de indeterminação e instabilidade econômica, agravado na entrada dos 80 pelo manejo muito ativo das variáveis reais para fins do ajustamento externo. A recuperação do crescimento em 1984 após a recessão de 1981/83, mantida, no entanto, a instabilidade e a primazia do curto prazo nas decisões, não alterou o quadro de lacuna de horizonte de longo prazo, o qual, ao contrário, se viu agravado por dois outros fatores, heranças do ajustamento recessivo do início da década, mas que se apresentaram muito patentemente nos últimos anos: o gravíssimo desequilíbrio financeiro do setor público e a crise do financiamento interno e externo da economia, ambos ainda sem perspectiva de solução ou de melhora significativa.

Em um quadro como este, a análise das empresas e seu desempenho torna-se muito dificultado porque os estudos usuais e os padrões teóricos de comportamento da firma fornecem suporte frágil. Assim, por exemplo, podemos aceitar que mesmo em alta instabilidade as empresas, sobretudo as grandes, mantenham planos de investimento, cuja dimensão é necessariamente de longo prazo. Eles devem ter sido substancialmente cortados em muitos casos, à medida em que avançou a crise, e, seguramente, o "planejamento estratégico" das

1) O rol de possibilidades incorporou deste o mercado de curtíssimo prazo do dinheiro, mercado de ações e mercadorias, paralelo do dólar e títulos indexados ao câmbio, até as mais tradicionais aplicações em títulos bancários, os quais, como tendência geral, tiveram seus prazos diminuídos (como os populares depósitos de poupança).

empresas adequou os planos a novo horizonte de tempo, encurtando-o, digamos de cinco para três anos, em se tratando das grandes empresas. Mas, por outro lado, a crise também desdobrou certos investimentos, como em novos modelos e diferenciação de produtos, em racionalização de custo e aumento de produtividade, bem como investimentos destinados a capacitar a empresa em mercados externos que a situação do balanço de pagamentos, o endividamento do país e a política cambial alçaram à condição de máxima rentabilidade esperada em termos de uma aplicação de capital internamente na esfera produtiva. Porém, se tomarmos o período de instabilidade como um todo (quase uma década) pouco nos auxilia no entendimento da estratégia da empresa em uma conjuntura como esta, considerá-la como pautada no "longo prazo", como nos planos de investimento. Isto, mesmo se tomarmos as versões "mais financeiras" de teoria da firma, como a de Adrian Wood¹, para quem as margens de lucro planejadas, o grau de endividamento e os componentes líquido e não-operacional da estrutura ativa das empresas são determinados segundo o plano de investimento ("longo prazo") acoplado à necessidade de seu financiamento; ao passo que os movimentos de curto prazo (devido a uma reação creditícia ou súbita elevação dos juros, por exemplo) são responsáveis por "desvios" no percurso da empresa, a serem retomados dada a perspectiva de longo prazo. Assim, por mais particulares que sejam, a situação de curto prazo e as decisões a ele associadas são consideradas transitórias e adaptativas do ponto de vista da empresa. Mas no quadro de sucessão de acontecimentos internos e externos e de medidas de política de ajustamento que desestabilizavam continuamente as expectativas no Brasil ao longo dos 80, este não parece um procedimento aceitável.²

1) Adrian Wood, A Theory of Profits.

2) Poder-se-ia argumentar que sempre foi assim. A inflação crônica daria a evidência de que a instabilidade sempre esteve presente na trajetória da industrialização brasileira. Mas há de se repisar um ponto que individualiza os navelmente, do que em qualquer outro momento do pós-guerra): a ausência de fronteiras de acumulação, organizadas como "projeto nacional" (e daí chanceada pela industrialização do "Plano de Metas" dos anos 50, o boom do "milagre brasileiro" de fins dos 60 e início dos 70, o último ciclo de investimentos pesados do II PND na segunda metade dos 70). Os planos da Nova República (foram três: o I Plano Nacional de Desenvolvimento da NR-1985, o Plano de Metas de 1986 e o Plano de Ação Governamental de 1987) passaram em brancas nuvens e sob

Em se tratando da empresa estrangeira vis-à-vis o capital nacional e por razões semelhantes à que temos assinalado, resulta limitada para a aplicação ao caso brasileiro recente, as tradicionais diferenciações por produtividade e tecnologia, que, aliás, tampouco são cobertos com os dados que iremos utilizar.

Há um outro aspecto teórico que também não nos parece adequado para o momento sobre o qual estamos debruçados. A questão do risco — tanto o devedor, quanto o do credor — apresentaram-se em Keynes e Kalecki (os autores que mais influenciaram o tema em sua abordagem atual da macroeconomia e da teoria da firma) na discussão, sem a menor dúvida, crucial, das decisões de investir. A famosa passagem de Keynes sobre os "tipos de risco" aparece no fecho do capítulo da Eficiência Marginal do Capital entre os fatores que "afetam o volume de investimento".¹ Em Kalecki, o "princípio do risco crescente" constitui um limitador da inversão e do crescimento da empresa.²

Vejamos rapidamente como estes autores conduzem a questão. Keynes distingue três tipos de risco. O primeiro, o "risco do empresário" ou "do tomador", surge da incerteza que ele próprio (empresário) tem em obter de fato o rendimento que espera do investimento. O do segundo tipo aparece com o financiamento do investimento por intermédio do crédito; é o risco que o prestador corre diante de uma possível frustração na previsão empresarial não coberta suficientemente por garantias reais. Um terceiro tipo de risco é também relativo ao prestador, por conta de uma variação no valor do padrão monetário e conseqüente desvalorização do seu crédito. Keynes descarta muito rapidamente o risco do terceiro tipo,

-cont...

absoluto descrédito. Este ingrediente de amparo (articulação dos blocos de capitais produtivos, com o significado de reduzir os riscos associados a instabilidade, sobretudo os da "pata" fraca do tripé — o capital privado nacional) foi o que se perdeu. Há um outro fato novo nos 80, da maior relevância para as expectativas gerais da economia. O Estado que parecia sempre capaz de conciliar as duas faces do capitalismo brasileiro — a voltada para a industrialização e dinamismo da produção e rendas e a voltada para o lado mercantil, financeiro e especulativo, presentes e fortes na economia — rompe a regra. O "ajustamento" preconizava dramática variação de "quantidade" (para baixo, esta é a novidade), utilizando e potencializando mecanismos mercantis, financeiros e especulativos.

1) Cap. 11 da Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro.

2) Veja o Cap. 8 (O Capital da Empresa e a Inversão) da Teoria da Dinâmica.

argumentando que no todo ou "em sua maior parte" já se refletiria no preço dos bens reais duráveis. O do primeiro tipo seria um "custo social real", indissociável do investimento e, portanto, incontornável (podendo, porém, ser minimizado). Mas o do segundo tipo significa para o investimento, "uma pura adição do seu custo", imposto para "tranquilizar quem empresta" e que concorre para desincentivá-lo.

O "risco crescente" de Kalecki é mais propriamente um "risco do tomador", ou do empresário que deseja aumentar os investimentos em relação ao capital da empresa, financiando a expansão com crédito ou lançando títulos no mercado de capitais. O risco tem origem na possibilidade de perda líquida (correspondente ao compromisso financeiro assumido) pela empresa acompanhando uma eventual frustração no rendimento do negócio, inviabilizando-o se for de caráter persistente. Kalecki conclui então que há limites de ordem financeira ao investimento da empresa. Sendo assim, a sua magnitude e possibilidades de crescimento têm como determinante primordial, o seu próprio capital (acumulado a partir dos lucros), o qual baliza, inclusive, os referidos limites de acesso e de risco junto aos mercados de empréstimo e de capitais.

A insatisfação com respeito a estas idéias não reside nas conclusões extraídas pelos autores, a nosso ver, muito justificadas. Mas no fato de que elas fazem gravitar excessivamente a questão do risco e das decisões a ele submetida, em torno ao investimento, ou implicitamente ao "endividamento novo" para financiá-lo. Este "excesso" — friseamos bem este ponto — não decorre tanto de uma lacuna da teoria, mas sim das condições brasileiras de fins dos 70 e primeira metade dos 80, quando apresentaram-se expectativas muito pronunciadas (muitas delas confirmadas) de variações das condições do crédito já contraído (dívida). Havia a possibilidade de que estas variações se apresentassem mesmo durante os períodos contratuais, por variações nas taxas nominais de juros sobre a dívida, ou, findo o período contratual, devido à não renovação do crédito. No primeiro caso, o risco recaía sobre todos os devedores em moeda estrangeira, cujos contratos previam taxas de juros flutuantes, em uma conjuntura de fortes oscilações nas taxas internacionais e possíveis mudanças súbitas no indexador — a correção cambial — como

em uma máxidesvalorização do cruzeiro.¹ No segundo, o agravamento do risco decorria da própria maior seletividade bancária (o risco do ponto de vista do prestador) e da contração da liquidez e do crédito em moeda nacional que a política de ajustamento praticava.² A empresa podia então ver-se ante uma necessidade de crédito simplesmente não atendida, ou, no limite oposto, atendida porém em más condições de custo e de risco, por exemplo, se a única via de obtenção de novos fundos a fizesse aceitar as exigências de garantias, prazo curto e os altos juros do crédito doméstico. Pior, se a conduzisse para os contratos de crédito em moeda estrangeira. Finalmente, a recessão, ou no plano das decisões "ex-ante" dos empresários, a incerteza quanto à realização das vendas, amplificavam a ressonância destes fatores de risco sobre as decisões de tomadores e prestadores.³ Seguramente, tudo isto concorreu para inibir as decisões de investimento, mas isto não é tudo. Assinalamos que as condições de risco afetavam o crédito contratado, ou seja, a dívida, e a renovação do crédito de curto prazo. O problema adicional que se colocava era, então, o do risco do estoque da dívida (referido ao financiamento de um estoque de ativos) e não apenas o risco em torno à contratação do novo endividamento, referido a um fluxo de novos ativos (investimento).

Em suma, a desestabilização dos padrões de expectativa e de risco e esta dupla determinação que se impôs às decisões das empresas — as decisões em torno a fluxos (novos ativos) e as decisões em torno a manter ativos e como financiá-los — formam um qua

- 1) Por duas vezes (no período aqui considerado) as expectativas de máxise confirmaram: em 1979 (30% em novembro, acompanhada de uma tentativa de restabelecimento da "confiança" da regra cambial das máxidesvalorizações com a prefixação da correção cambial para 1980 - 40%) e em 1983 (30% em fevereiro).
- 2) De 1980 a 1983, o crédito dos bancos comerciais, bancos de investimento e financeiros esteve limitado a índices máximos de variação, fixados sempre muito abaixo da inflação esperada ou apurada.
- 3) Em vista disto, proliferaram no setor público, linhas de financiamento aos segmentos privados mais fragilizados do ponto de vista da capacidade de pagamento, ou considerados estratégicos: setores da agricultura, exportadores e as pessoas físicas devedoras do sistema financeiro habitacional. No setor industrial, o BNDES (a agência oficial de fomento) sustentou amplo programa de saneamento financeiro de empresas. Desequilíbrios de dois tipos tiveram origem no setor público brasileiro em decorrência disto: a necessidade de endividar-se para mobilizar fundos para repasse aos segmentos assistidos, o que concorria para aumentar o endividamento interno e os encargos financeiros; e o custo dos subsídios financeiros e fiscais concedidos igualmente aos setores favorecidos.

dro muito complexo, mas que descreve a nosso ver adequadamente os problemas de estrutura financeira das empresas ao longo do ajustamento brasileiro. Em particular, pensamos que nestas condições, não se sustentam hipóteses como as da estabilidade do mark-up e da subordinação das variações patrimoniais às decisões estratégicas de longo prazo da empresa.

Do ponto de vista teórico, a abordagem que mais se aproxima do que julgamos conveniente ao caso brasileiro deste período é a de Minsky¹, embora ela caminhe para o extremo oposto de virtualmente ignorar os determinantes "reais" derivados do comportamento da firma em sua estratégia de longo prazo e da concorrência. No núcleo de sua análise não está o empresário e suas decisões, onde preponderam as decisões de longo prazo e em torno a fluxo (crescimento, investimento e lucros planejados); está sim o agente capitalista (empresas e bancos, sobretudo), e as decisões em torno à valorização dos ativos (riqueza), delas podendo ou não desdobrarem-se fluxos reais (novos ativos), como em investimento. Esta é uma abordagem muito keynesiana (do capítulo 17 da Teoria Geral - "As propriedades Essenciais do Juro e do Dinheiro"), mas Minsky avança para uma concepção inteiramente financeira da instabilidade. A seu ver, o "financeiro" condiciona de duas formas a valorização da riqueza e as avaliações patrimoniais: primeiro, dele partem sinais essenciais para a antecipação dos rendimentos futuros dos ativos; segundo, como a formação de posições ativas pressupõe o seu financiamento, são decisivas as condições definidas no sistema bancário e mercado de capitais quanto a prazos, juros, acesso ao crédito e a recursos de novas emissões. Na raiz da instabilidade está a capacidade de formarem-se no "financeiro" sobre-avaliações patrimoniais que exponham os agentes a uma muito forte vulnerabilidade financeira ante possíveis mudanças nas condições de financiamento e nas sinalizações financeiras. Não há porque separar até aqui as trajetórias de empresas, bancos ou até mesmo indivíduos. O ponto central é que são estabelecidas simultaneamente posições ativas com base em expectativas de rendimento futuro, que podem ser negadas ou alteradas, e, em correspondência, contratos relativos aos compromissos

1) Em vários trabalhos. Ver especialmente os capítulos 4, 8, 9 e 10 do seu último livro, *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale Univ. Press, 1986.

dos financeiros assumidos, que pressupõem um fluxo de recursos efetivos (não mais "esperados") obtido pelo agente e destinado a honrar os contratos. Como os compromissos podem ser saldados não apenas com recursos do cash-flow da empresa ou do agente, o aporte de novos recursos por sócios ou acionistas, a venda (ou aluguel) de ativos, inclusive financeiros, e o refinanciamento das posições — as três formas adicionais — devem ser consideradas nas avaliações e decisões dos agentes.

Esta é uma versão muito resumida e "livre" das idéias de Minsky. Gostaríamos apenas de ter deixado claro que elas fornecem um aparato a nosso ver mais apropriado ao que ocorreu no Brasil do "ajustamento".

O "Ajustamento" e as Reações Empresariais

Considerar o eixo formado pelo agente, seus ativos e as relações e compromissos associados, apresenta uma vantagem, que é a de permitir tratar da questão do "momento da mudança", dadas as trajetórias quanto a estruturação financeira das empresas. Se na economia têm lugar certas mudanças com poder de redefinir o valor dos ativos, a expectativa de rendimentos e/ou as condições dos compromissos financeiros, então podem se sobrepor a qualquer outra determinação ou vantagem da empresa ou banco (padrão técnico, eficiência, etc.), o desequilíbrio patrimonial e o estrangulamento de natureza financeira. Se estas mudanças ocorrem de forma súbita e são amplas em seus efeitos, como no caso brasileiro recente, então o desequilíbrio e o estrangulamento financeiro podem se apresentar de forma até fatal para a empresa. Isto dependerá do "momento" presenciado por cada agente, em termos do volume, segurança e liquidez dos seus ativos, e da composição, custo e prazos passivos. Minsky traça seus próprios tipos de estrutura financeira¹, querendo

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

estabelecer uma crescente trajetória na direção à instabilidade e da vulnerabilidade financeira, por razões, digamos, endógenas, sobretudo provenientes do sistema financeiro. Não desejamos ver na economia brasileira dos 80 uma aplicação desta endogenia instabilizadora do "financeiro", mas apenas utilizar a formulação para analisar a estrutura financeira das empresas ao longo do período de ajustamento, no qual a natureza súbita e radical de muitas das mudanças em variáveis importantes e nas políticas adotadas, se sobrepôs à ordenação de um possível processo em curso, inerentemente instabilizador. Quais foram as principais mudanças (no sentido indicado acima) e seus "momentos" ao longo do ajustamento?

a) Seguidas alterações nas expectativas. Tomemos as expectativas gerais quanto a crescimento. O crescimento de longo prazo teve sua base de avaliação e antecipação presumível minada pelos fatores já assinalados, quanto à incapacidade de formulação e organização dos interesses em torno a uma frente de expansão e a indefinição quanto à questão da dívida externa do país. O crescimento de curto prazo por outro lado, alternou desde o "retorno do milagre" proclamado quando da volta do Ministro Delfin Netto ao poder (1979/80), a recessão como política deliberada para o "ajustamento" (1981/83), a recuperação puxada pelo excedente de exportações e desdobrada na forma "clássica" da recuperação da massa de salários (1984/85), até a rápida sucessão do "boom" e crise do cruado (1986/87). Duas observações adicionais sobre as expectativas de crescimento. Primeiramente, a de que nos 80 apenas em uma atividade predominaram expectativas relativamente assentadas para guiar as decisões de investimento e produção: a exportação, subsidiada e incentivada pelo governo, contando ainda em seu favor com a alta rentabilidade esperada em cruzeiro, oriunda dos ajustes esperados do câmbio. Em segundo lugar, uma observação geral sobre o capital estrangeiro. A empresa estrangeira, instalada ou que vem instalar-se no país apresenta tradicionalmente um comportamento pró-cíclico. Seus investimentos elevam-se, elas se instalam ou ampliam atividades internamente apenas quando um ciclo de expansão parece estar solidamente em gestação, e em particular no caso de novas "ondas" de entrada, quando estão claramente definidas as áreas de atuação de Estado, capital nacional e capital estrangeiro. Este comporta-

mento acentua ambos os problemas gerais quanto ao crescimento de longo prazo e a instabilidade do crescimento de curto prazo, de origem, aparentemente, no plano interno. Mas é digno de nota que não se vislumbra no movimento do capital internacional um campo em que possa se dar uma nova articulação, cujo desdobramento seja, como fôra em movimentos passados, um ciclo de expansão. As últimas tentativas de articulação pelo Estado fracassaram ou não redundaram em fonte expressiva de investimentos diretos do exterior: as joint ventures e a atração de capitais estrangeiros para mineração. Por outro lado, a luta travada pelos interesses estrangeiros em torno à liberalização de alguns setores, como na informática, tem, evidentemente, importância setorial e implicações na tecnologia, mas não apresenta-se como alternativa de rearticulação do "tripé" com fôlego suficiente para amparar um ciclo expansivo. A outra reclamação é a de que o processo Constituinte atual tem gerado incertezas e ameaças ao capital estrangeiro, daí sua retração. Sem avançar no tema, diga-se apenas que a queda nos investimentos diretos e a elevação das remessas de lucros e dividendos são muito anteriores; na entrada dos 80 tiveram início ambos os processos, que aliás compõem a instabilidade com que se comportou o crescimento de curto prazo nos 80.

b) Pronunciadas variações na taxa cambial e nas taxas de juros internas. Estamos nos referindo aqui às variações efetivadas (sobretudo como as de 1979, 1981, 1983 e 1985), cujo significado foi duplo: o de desvalorizar os ativos reais em geral (devido ao aumento dos juros), e o de valorizar os ativos referidos à taxa de câmbio (ativos reais de produção para exportação e ativos financeiros indexados ao câmbio), assim como as dívidas (devido a ambos os fatores), sobretudo o endividamento indexado à correção cambial. Além destas consequências patrimoniais, o aumento das taxas de juros e das desvalorizações reais do câmbio repercutiram no custo corrente dos agentes, principalmente através da elevação dos encargos financeiros das dívidas em moeda nacional e estrangeira. Durante a política de ajustamento ortodoxa (1981-84) dois outros preços (custos) básicos tiveram trajetória inversa: o salário real declinou fortemente e as tarifas públicas sofreram grande e deliberada

deterioração.¹ Há ainda uma terceira consequência, agora relativa às expectativas quanto a câmbio e juros. Se houve alguma orientação ou "convenção" (como dizia Keynes) nos mercados financeiros no Brasil, sobre cuja base se apoiaram decisões das empresas e demais agentes capitalistas, esta foi a que vigorou para juros e câmbio em todos os anos desde 1981 a 1985. Duas certezas gerais predominaram, afora as expectativas, ora muito intensas, ora amortecidas, de pronunciadas variações (como de uma maxi): a de que as taxas reais de juros seriam mantidas "altas" e que a variação cambial ao menos acompanharia a inflação interna (sem o desconto da inflação externa). As certezas provinham da orientação ortodoxa da política de ajustamento e do que se julgava inevitável para que o governo girasse seu enorme desequilíbrio financeiro (caso dos juros); e da situação do balanço de pagamento do país, dada também a ortodoxia da política econômica (câmbio). Destas "certezas" resultaram a já apontada valorização relativa dos ativos de produção para exportação, entre os ativos reais (decorrente da "convenção" cambial), bem como uma muito pronunciada assimetria entre expectativas de rendimento e grau de risco da acumulação financeira relativamente à acumulação produtiva (decorrente da "convenção" juros). O sistema bancário e financeiro rapidamente introduziram inovações e facilidades, potencializando a divergência. A Reforma Monetária de fevereiro de 1986 desestabilizou ambas as "convenções".² A surpreendente intensidade da reacomodação entre ativos financeiros e ativos reais, em favor destes que se seguiu ao Plano Cruzado, dá a dimensão da assimetria anterior, que aliás reapareceu tão prontamente quanto reacelerou-se a inflação e retornaram as correções cam

1) Note-se que os "fatores de custo" mencionados, que a política de ajustamento lançou mão, incidiram pesadamente sobre o próprio setor público (inclusive empresas estatais), altamente endividado e grande produtor de bens e serviços básicos. Sobre as empresas privadas, a incidência foi diferenciada, mas entre as grandes empresas (para as quais dispomos de informações), o ônus que arcou o setor público, significou mais ampla possibilidade de reestruturação patrimonial e financeira. Uma outra observação à margem: a deterioração tarifária a que se fez referência já vinha sendo praticada (com propósitos anti-inflacionários) desde 1975.

2) O Plano Cruzado decretou o congelamento da taxa cambial (além do congelamento dos preços e da correção monetária), e, mediante a substituição dos títulos da dívida pública então existentes, emitidos com altas taxas reais de juros (ORIN e OTN) por um novo título, rendendo apenas a inflação (LBC), determinou forte queda das taxas reais de juros do título "sem risco" do mercado financeiro.

bial e monetária.

c) Mudanças durante os prazos contratuais e risco de renovação do crédito. Temos a acrescentar ao que já foi dito, as reações ao nível das empresas suscitadas por estes dois tipos de risco. O primeiro é relativo aos empréstimos em moeda estrangeira assumidos por empresas no país.¹ Ele poderia ser responsável por profundo desdesequilíbrio financeiro, tal a magnitude da elevação das taxas de juros internacionais e da desvalorização cambial que ocorreram no período. Aqui apenas uma reação livraria as empresas deste terrível risco: promover rápido desendividamento (não apenas interrupção de novos fluxos de empréstimos) em moeda estrangeira, o que pressupunha a geração de fundos (nas alternativas indicadas) em volume e na velocidade correspondentes à magnitude e ao caráter súbito da elevação do próprio risco. Havia um problema: o processo somente poderia caminhar na medida dos vencimentos dos contratos da dívida, de prazos mais curtos no caso de "operações 63" (seis meses a um ano), mas de prazos longos nas operações 4.131. As evidências sobre a capacidade das empresas em gerar internamente liquidez suficiente, estão reunidas nos dados que apresentaremos. Quanto ao segundo problema, havia uma incompatibilidade entre as óticas micro e macroeconômicas implícita no processo de desendividamento: as empresas estariam habilitadas ao desendividamento particular desde que gerassem liquidez em moeda nacional, mas não o país, se lhe faltava a liquidez na moeda de referência da dívida externa (ou em moeda conversível). No plano microeconômico portanto, o processo somente poderia ter curso mediante endividamento correspondente (e também em moeda estrangeira) em algum outro lugar, ou melhor, por parte de outro agente da economia. O problema tornou-se particularmente grave a partir de 1979, quando no plano "macro", os "choques" do petróleo e dos juros internacionais determinaram a necessidade de fluxos ainda maiores de novo endividamento externo em direção ao país, para equilibrar o balanço de pagamentos. A empre-

1) A propósito, a legislação brasileira em vigor desde os anos 60, permite duas modalidades de empréstimos em moeda estrangeira: empréstimo direto junto aos mercados de crédito no exterior (Lei 4.131); indireto, através de repasses de empréstimos externos captados por bancos do país (Resolução 63). Em ambos os casos, a desvalorização cambial, taxa de juros e eventuais taxas adicionais e spreads bancários corriam por conta do tomador.

sa estatal foi eleita agente preferencial para contratar estes fluxos de "dinheiro novo", e assim procedeu até que os mercados internacionais de crédito fecharam-se para os países endividados (após o "setembro negro" de 1982). A propósito, as estatais já haviam assumido papel semelhante nos 70, no caso, para o financiamento dos investimentos pesados do II PND, de forma que, nos 80, foram levados a aprofundar uma estrutura de capital que se revelaria explosivamente desequilibrada, findo a política de ajustamento. (Foram, por critérios macroeconômicos, os agentes "ponzi" do ajustamento brasileiro). Já a transferência da dívida em moeda estrangeira, que corresponde à estratégia de desendividamento da empresa líquida, esta contou com um canal automático, existente no setor público desde 1976 com propósito de regular a liquidez monetária de origem na entrada de recursos externos. A Resolução 432 do Banco Central permitia que fossem efetivados depósitos registrados em moeda estrangeira no Banco Central por parte de devedores por empréstimos no exterior.¹ Era vantajoso para a empresa utilizar-se deste mecanismo ao invés de saldar antecipadamente a dívida, pois o Banco Central arcava com a desvalorização cambial e os custos da dívida, mas a empresa preservava o comando (liquidez) sobre os recursos depositados. Valia qualquer sacrifício para "passar adiante o anel" — a dívida em dólar. Se a geração interna de lucros não acompanhava o "risco crescente" dos compromissos em moeda estrangeira, então a venda de ativos, os aportes de capital dos sócios ou da matriz, ou mesmo a substituição da dívida externa por dívida interna compunham a estratégia de reestruturação patrimonial da em-

1) Os bancos, também devedores de empréstimos no exterior, dispunham de mecanismo semelhante: a Instrução 230 do Banco Central (de 1975).



presa.¹

Aliás, foi para dificultar esta última via que a política de ajustamento fixou limites (sempre subestimados face a inflação) de evolução do crédito em moeda nacional concedido pelo sistema financeiro,² deixando livre o crédito em moeda estrangeira. A arbitrariedade na definição dos limites constituía risco para a empresa, como foi observado, devido à possibilidade de não renovação do crédito. Uma eventualidade como esta, poderia deixar sem sustentação o financiamento dos ativos, sobretudo os ativos correntes das empresas (o seu capital circulante), colocando-as em uma rota de crise de liquidez. Este tipo de risco não se colocava no caso do financiamento dos ativos fixos (imobilizado) porque o sistema bancário brasileiro, segundo uma antiga tradição, somente concede financiamento em moeda nacional a curto prazo.³ Empréstimos de longo prazo para o financiamento da acumulação produtiva restringiam-se às agências públicas (BNDES e Banco do Brasil) ou no exterior. Esta peculiaridade não ameniza o problema; de certa forma o torna mais grave. Em não havendo fontes adequadas internamente para o financiamento longo⁴, as empresas brasileiras tenderam a uma estrutura de capital com elevado peso de empréstimos no seu financiamento corrente, compondo com acumulação interna e fontes oficiais, o fi-

- 1) O que temos visto, envolvendo a utilização da empresa estatal no endividamento externo do país e a dívida externa assumida pelo BACEN através dos depósitos em moeda estrangeira, foi o que se convencionou chamar de "estatização da dívida externa", uma fonte a mais do desequilíbrio financeiro do setor público nos 80. Aliás, apenas por uma manobra contábil a "estatização da dívida" não apareceu integralmente nas contas de apuração do "déficit público" brasileiro durante a vigência dos programas do FMI (1983/84), com o que o governo da época pôde proclamar "redução do seu déficit". O conceito de "necessidade de financiamento do setor público" do FMI exclui o setor público financeiro, onde alojou-se boa parte da dívida estatizada (passivo dolarizado do Banco Central). Cabe referência ainda a que o desequilíbrio financeiro associado à estatização da dívida é de natureza distinta de um outro desequilíbrio que viria adicionar-se a este e que teria lugar quando o país passou a gerar megasuperávits e iniciou pagamento dos juros da dívida externa (1984 em diante). Aqui o desequilíbrio é devido a que o detentor da dívida responsável por honrar encargos em dólar (o setor público, predominantemente) não é o detentor da liquidez (setor privado). A transferência exige, então, a compra destes direitos.
- 2) Com isto, de fato arbitrou quem poderia realizar a transferência com refinanciamento interno.
- 3) Seis meses é um prazo já elástico, restrito a clientes preferenciais e a certas conjunturas.
- 4) Acrescente-se o significado pouco relevante do mercado de capitais no país.

nanciamento do investimento. Aproveitavam-se de uma elasticidade muito pronunciada com que os bancos promoviam a expansão do crédito de curto prazo, mas também de uma inelasticidade muito pronunciada do crédito ante qualquer ameaça de contenção.¹ Foi esta última a norma rompida com a brutal contração que o ajustamento provocou no crédito em moeda nacional, cuja repercussão foi, por isto, muito amplificada sobre o universo de empresas.² Estas se individualizaram ao longo do processo em um sem-número de variantes. Houve as que receberam apoio oficial para "saneamento financeiro" (capitalização ou substituição de dívidas de curto por dívidas de longo prazo a custo mais baixo) e resistiram; houve as que não resistiram com seus próprios meios e faliram, algumas após terem tentado o refinanciamento no "segmento livre" do crédito (moeda estrangeira) e sofrido o baque das desvalorizações cambiais; houve também as que vinham já adaptando-se aos sinais de crise (de origem no desequilíbrio do setor externo e na aceleração inflacionária da segunda metade dos 70) e entraram no período de ajustamento em melhor situação de liquidez.³ Queremos tecer três comentários acerca destas trajetórias e suas implicações. Faremos de forma tópicica para não nos estendermos em demasia.

a) O "Subsídio preventivo" à crise - Foi isto o que resultou da fracassada tentativa de "relançamento" da economia em 1980. Após a má desvalorização da moeda em fins de 1979, o governo prefixa a variação cambial e a correção monetária para 1980 e induz a queda das taxas de juros nos títulos públicos e nos financiamentos de curtíssimo prazo de posições no "open market". Nos per

1) Estas são razões importantes que explicam o alto grau de endividamento da empresa nacional em toda a trajetória de industrialização da economia brasileira.

2) Segundo as categorias desenvolvidas por Hicks (The Crisis of Keynesian Economics) teríamos entre as empresas brasileiras, o predomínio do "setor com cobertura" e não do "setor auto-suficiente". Daí ser o "sistema bancário muito mais poderoso", porque dele depende a liquidez do setor com cobertura (a do outro depende de seus próprios ativos líquidos). Hicks quer mostrar que neste caso, a variação da liquidez bancária afeta o investimento de modo mais efetivo do que a variação da carga de juros. Em nosso caso, ambos os lados sofreram ampla variação.

3) Infelizmente, as informações de que dispomos não captam as alternativas possíveis. Os dados que apresentaremos, em particular, contam a estória dos "vencedores".

centuais de prefixação, refletia-se o propósito de "abafar" a circulação financeira e as expectativas de valorização financeira; os 40% e 45%, respectivamente fixados para o câmbio e a correção monetária eram, para quaisquer parâmetros de avaliação, subestimados com respeito à variação dos preços (que foram deixados livres). A taxa de inflação apurada no ano alcançou 110%, acima da de 1979 (77%). O "relançamento" foi rapidamente interrompido e o substituiu, já em meados de 1980, uma política francamente recessiva e muito ativa na contenção monetária e do crédito e na elevação das taxas de juros, inaugurando o "período de ajustamento" a que temos feito referência seguidamente. Para as empresas, a "aventura" representou:

. a desvalorização do valor em cruzeiro da dívida em moeda estrangeira, assim como da dívida indexada à correção monetária (geralmente contraída junto a fontes oficiais).¹

. a formação de estoques especulativos, para onde se dirigiram os saldos líquidos das empresas, dado o baixo rendimento dos ativos financeiros no ano. A importação de bens de capital e matérias-primas, beneficiada pela taxa de câmbio, compôs a formação de estoques que se assistiu e que seguramente superou os níveis "normais" (planejados) das empresas.²

Quando, portanto, retornaram os níveis "plenos" de correção monetária e cambial, as taxas de juros explodiram e o crédito interno contraiu-se, muitas empresas encontravam-se líquidas, estocadas e com dívidas desvalorizadas. Estes foram ingredientes decisivos para que elas pudessem enfrentar o ajustamento recessivo que se avizinhava: para umas, significando a tomada de fôlego prévio, sem o qual sucumbiriam ao primeiro "tranco" do ajustamento (em 1981); para outras, abrindo-lhes o caminho da reestruturação patrimonial, financeira e de mercados, o que as habilitaria a ganhos ex

1) A desvalorização pode ser avaliada pelo diferencial dos índices prefixados com respeito ao índice oficial de inflação (que deveria ser a base das correções plenas). Assim, em 1980, (de dezembro a dezembro) a desvalorização das dívidas regidas pela correção monetária alcançou 30%. No caso das dívidas em moeda estrangeira, houve a má anterior de 1979. Mas considerando os dois anos (1979-1980, período no qual a variação cambial foi de 213% contra 272,4% para a inflação), a desvalorização das dívidas pode ter alcançado 15%, mesmo incluindo o efeito da má.

2) Este curto e especulativo "ciclo de estoques" foi responsável pela alta taxa de crescimento do produto em 1980: 9,1%.

traordinários à medida em que o ajustamento desdobrava-se na instabilidade da economia e na crise financeira do Estado.

b) Extrema desigualdade na distribuição do risco - Aqui temos que olhar o risco do ponto de vista do prestador: as súbitas (e, como na maioria dos casos, dramáticas) variações que afetaram a estrutura de capital, as expectativas de rendimento, o risco e os custos dos compromissos financeiros das empresas, seguiu-se aumento do risco dos empréstimos bancários. A reação dos bancos foi no sentido de contrair o crédito, reduzir seus prazos, exigir maiores garantias, além de direcionar as operações aos clientes de menor risco.¹ Daí a enorme desigualdade no acesso à liquidez e ao crédito introduzida na economia brasileira pelo ajustamento quando este determinou os baixos intervalos de variação do crédito interno e da expansão monetária: tanto podia haver em uma ponta grave escassez, quanto em outra, "excesso" de liquidez. Esta foi, seguramente, uma razão para o fechamento de muitas empresas, mas também facilitou operações vantajosas de aplicação e captação por parte dos clientes sem risco — as grandes empresas que preservaram o equilíbrio patrimonial e financeiro.

c) A empresa estrangeira, em geral, inscreve-se no rol destes últimos. O amparo em última instância da matriz conferia-lhe status de cliente preferencial. O "risco crescente" neste caso, e como já havia sido observado por Maria da Conceição Tavares², não se aplica. Além do mais, duas vantagens poderiam ser atribuídas às empresas estrangeiras, face às condições acima. Primeiro, uma maior flexibilidade nas mudanças quanto a orientação do ativo (para exportação) e na reestruturação passiva (substituindo a dívida valorizada), em ambos os casos devido a uma possível assistência da matriz, ou, ainda, como no segundo caso, por um possível acesso diferenciado ao sistema bancário doméstico. Segundo, as empresas estrangeiras podiam contar com uma alternativa de aplicação vedada

1) A ampliação dos ativos junto ao setor público (títulos da dívida pública e empresas estatais) durante o ajustamento, atendeu do ponto de vista bancário a este critério.

2) Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil. Tese de Prof. Titular, UFRJ, 1977.

(pelo menos legalmente) às empresas nacionais, o que lhes concedia um grau de liberdade a mais naqueles anos de instabilidade: a remessa de lucros e dividendos. Ainda, talvez tenha distinguido a empresa estrangeira a sua maior experiência em operações de hedge cambial que suas relações com a matriz a fizeram desenvolver com anterioridade à crise dos 80. A aquisição de títulos públicos com correção cambial e os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central com este fim, eram práticas usuais entre as empresas estrangeiras nos anos 70, antes portanto do ajustamento, quando então generalizaram-se para todos os agentes líquidos da economia. Se pudermos considerar pelo menos em parte as relações de dívida da filial de empresa estrangeira como relações intra-empresas do grupo multinacional, e o pagamento de juros como remessa disfarçada de lucros e dividendos, então teremos uma possível quarta vantagem.

Assinalamos possíveis vantagens das empresas estrangeiras. Mas, superpondo-se a isto, o fato de que a crise e a instabilidade abateram-se sobre as empresas de forma desigual, onde um limite ou outro de desempenho foram perfeitamente possíveis. As estrangeiras talvez tenham contado com pontos adicionais oriundos das aquelas vantagens, e por isso mais facilmente formaram no bloco das que obtiveram o reequilíbrio patrimonial e financeiro e sustentaram ou elevaram a rentabilidade. Mas muitas nacionais as acompanharam, embora deste conjunto tenham também originado as que em maior número formaram o limite oposto do desequilíbrio crescente ou da falência. Mas, o conjunto que, compulsoriamente, desequilibrou-se foi o de empresas estatais, e o setor público como um todo. Esta foi a consequência do "subsídio preventivo" de 1980, da "estatização" da dívida externa, do amparo creditício a taxas favorecidas de juros a setores e segmentos protegidos, dos subsídios de diversas naturezas distribuídos ao longo da crise, da política de tarifas das empresas públicas, sem o que o sucesso dos "vencedores" certamente não teria sido possível.

Estudo das Empresas para o Período da Crise

Os dados a seguir são relativos a cerca de 5.500 empresas industriais que a Receita Federal conserva em um cadastro espe-

cial.¹ Tivemos acesso aos anos de 1978, 1980, 1982 e 1983. Há a lacuna do ano crítico de 1981 e os dados para 1980 somente são apresentados para não perdermos algumas informações relevantes, pois a distorção dos dados contábeis determinada pelas prefixações das correções monetária e cambial comprometeu-os profundamente.² Dispostos, no entanto, de três "momentos" muito importantes para refletir o andamento da situação empresarial na crise. O ano de 1978 nos dá algo como que os parâmetros da pré-crise. O ano de 1982 fornece as evidências de como deu-se o impacto da primeira rodada da política de ajustamento de 1981/1982. Os dados para 1983 registram as reações do ano da maior recessão do país, acompanhada da fortíssima instabilidade — foi o ano de aplicação mais rigorosa do ajustamento, sob a condução do FMI. Os dados para 1980, na medida do possível, dão indicações acerca do "subsídio preventivo" à crise que a política para aquele ano representou para as empresas.

Todos os dados estão organizados por faixas de participação do capital estrangeiro no capital das empresas. Dados para o conjunto das empresas (sem qualquer outra desagregação adicional) formam a Tabela 1; dados segundo classes de tamanho das empresas compõem a Tabela 2 e indicadores setoriais, a Tabela 3.³

Iremos dividir a análise a seguir em três períodos, que correspondem a três questões cruciais sobre como a crise repercutiu sobre as empresas e como estas reagiram aos "lances" do ajustamento:

a) 1978-80 e as referências às mudanças nas condições do

1) CADEC - Cadastro Especial de Contribuintes - Ver a descrição das empresas, limites dos dados, aspectos da metodologia e do significado de indicadores e conceitos utilizados no Anexo.

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

3) Neste último caso, de maior desagregação, omitimos as informações para as faixas de capital estrangeiro de menor frequência (de 25 a 50% e 50 a 75%), bem como para o ano de 1980.

crédito internacional e à política econômica para 1980;

b) 1980-82, englobando a primeira rodada do ajustamento recessivo — o "ajustamento voluntário", anterior ao FMI;

c) 1983, o ajustamento sob o FMI; o ano da maior recessão da história do país e de profunda instabilidade de preços, câmbio, juros, salários e mercados financeiros.

As Prefixações, o Endividamento e Acumulação de Estoques em 1980

Há no relacionamento das empresas com o sistema de financiamento no Brasil algumas especificidades que convém identificar. Mediante quatro canais principais as empresas podiam tomar recursos de empréstimo. Um deles escapava ao sistema financeiro doméstico e a relação era estabelecida diretamente com os bancos internacionais (Lei 4.131); valiam as condições de acesso, prazos e juros dos mercados internacionais e ficava por conta do tomador a correção cambial. Foi este um canal decisivo para o financiamento da acumulação de capital no país nos anos 70. Do ponto de vista microeconômico, aí se viabilizaram os planos de financiamento de grandes projetos de empresas estatais e empresas estrangeiras, os quais, do contrário, esbarrariam em graves barreiras de financiamento interno, em termos de montante, prazos e taxas dos empréstimos. No plano macroeconômico, seu dinamismo tinha correspondência internamente no financiamento do balanço de pagamentos; uma fonte ágil que permitiu ao país em alguns momentos acumular reservas, em outros financiar desequilíbrios comerciais (choques do petróleo e especulação com importações como as de 1974 e 1980) e, de forma crescente à medida em que avançavam os anos 70 e com contornos explosivos nos 80, de financiar os encargos da dívida externa que se acumulava¹. Foi neste barco que navegaram as empresas estatais no processo que culminou com sua desarticulação financeira; foi dele que saltaram as empresas privadas no processo descrito de transferência da dívida para o setor público. A fonte dinâmica secou depois de 1982, abrindo um enorme buraco na capacidade de financiamento de longo prazo da economia.

1) O Brasil foi "Ponzi": aumentava a dívida para honrá-la. Depois, foi obrigado a passar à condição de "speculative" (paga os juros da dívida desde 1984).

Um segundo canal também ligava as empresas aos mercados de crédito internacionais, mas através dos bancos no país (Res.63). Estes tomavam empréstimos no exterior, nas condições e prazos aí vigentes, para em seguida "picotar" o correspondente em cruzeiros, em empréstimos internos a prazos mais curtos¹, pulverizados por diversos tomadores. Os devedores por operações 63 corriam o risco cambial, como os devedores pela 4.131, mas com raio de manobra mais amplo, devido aos menores prazos dos contratos. A 63 representava uma das raras fontes de financiamento de médio prazo junto ao sistema bancário², cujo dinamismo também se foi com a ruptura do financiamento externo.

Uma terceira linha, é constituída pelas instituições públicas, sobretudo o BNDES no caso do financiamento de longo prazo às empresas industriais³. Com financiamentos longos (como 8 a 12 anos), taxas de juros baixas (para os padrões brasileiros, de 6 a 10%, em geral) e indexação pela correção monetária, os recursos do BNDES mantêm-se até os dias de hoje como uma das únicas alternativas de financiamento a longo prazo de projetos de investimento. Uma agência do BNDES — A FINAME — é quem financia no país a compra de equipamentos, com empréstimos de médio prazo (um ano ou até mais) com correção monetária.

Em todas as três linhas há indexação: cambial para os dois primeiros casos e monetária no caso do BNDES. O sistema bancário privado entra numa quarta modalidade que gostaríamos de distinguir. É a linha de curto prazo (30-60-90 dias), apoiada no desconto de títulos (duplicatas) e em empréstimos em conta, predominantemente com correção monetária embutida (pré-fixada).⁴

1) Seis meses a um ano em geral.

2) Os bancos de investimento (de fato, subsidiárias dos bancos comerciais, sem poder de captação de depósitos à vista) chegaram a operar linhas de médio prazo com recursos internos, mas de pouca importância.

3) O BNH (Banco Nacional da Habitação) era a fonte de financiamento de Estados e Municípios para obras urbanas; o Banco do Brasil, para o investimento ru- como a Caixa Econômica Federal, e privadas, como as Companhias de Crédito Imobiliário), para a construção e aquisição de moradias.

4) Estamos nos referindo às operações de crédito dos bancos com recursos de captação própria. Os bancos também operam repasses (de recursos externos e taxa de juros fixada (micro, pequenas e médias empresas e agropecuária).

Sobre as duas primeiras modalidades incidia o risco de variações súbitas no indexador e nas taxas de juros, tantas vezes aqui referida; na terceira, os devedores poderiam esperar subsídios — os financiamentos do BNDES na segunda metade dos 70 tiveram forte subsídio de juros¹ e o banco apoiou vigorosamente empresas no auge da recessão, através de programas de saneamento financeiro; sobre a quarta é que se abateu a redução dos juros nominais da "política desenvolvimentista" de 1980, bem como a restrição do crédito que acompanhou a "guinada" da política econômica para o "ajustamento voluntário", a partir já de meados daquele ano.

Traçamos este breve perfil da institucionalidade do financiamento das empresas no Brasil¹, para chegar ao seguinte ponto: havia de tudo em termos de crédito na entrada dos 80 na economia brasileira. Crédito farto, momentaneamente "barato", porém arriscado, nas fontes em moeda estrangeira (com as diferenças assinaladas quanto à 4.131 e a 63); crédito barato no início de 1980, porém seletivo, nas linhas de curto prazo dos bancos² (crédito, que tornar-se-ia logo em seguida externamente "caro" e ainda mais seletivo); crédito subsidiado na agência governamental de fomento, mas também seletivo (tanto mais subsidiado, quanto maior a taxa de inflação); crédito com correção pós e pré-fixada (para todos os tipos de expectativa e níveis de "aversão ao risco"). Torna-se difícil, por isto, distinguir uma situação única resultante da política adotada em 1980 em seus efeitos sobre o estoque da dívida das empresas e dos fluxos de novo endividamento. Entre as empresas privadas, houve até quem "acreditou" no retorno à regra de paridade da indexação cambial (as minidesvalorizações) após a "maxi" de 1979 e, atraídas pela evidente subestimativa da correção cambial para 1980 (e a despeito dos altos juros internacionais), juntaram-se às estatais (para as quais não apresentava-se alternativa) e aí formaram estoques de dívidas em moeda estrangeira. Viraram-se como puderam ante as desvalorizações reais que o "ajustamento" promoveu no

1) Não falamos das fontes não-exigíveis para as empresas, emissão de ações e debêntures para colocação no mercado de capitais, de baixa expressão no financiamento global.

2) As prefixações das correções determinaram fuga dos recursos das aplicações em títulos bancários (houve uma certa "desintermediação financeira"), contraindo antes mesmo da instituição dos limites quantitativos, sua capacidade de empréstimos.

câmbio nos anos seguintes, culminando com a "maxi" de 1983.

Mas há uma situação que, segundo nos parece, combinou as alternativas da institucionalidade com as características do momento e orientada política econômica. Para "clientes preferenciais" era possível tomar crédito de curto prazo com taxas "abafadas" pela política de juros do governo, e a despeito da "desintermediação financeira". As taxas prefixadas, de juros e inflação, neutralizavam os riscos de variações súbitas na política financeira. Esta era uma alternativa para as empresas financiarem o conjunto de seus ativos, que em certos casos importantes, expandiram-se substancialmente, como para formação de estoques, créditos a clientes e aumento das vendas para exportação, ao mesmo tempo em que reduziam ou ao menos não contraíam novas dívidas sujeitas a risco. Neste caso, as prefixações cuidariam por si só de patrocinar grande desvalorização no endividamento. Os dados de balanço não distinguem as modalidades de financiamento descritas, de forma que o teste das hipóteses torna-se impreciso. Tomamos, no entanto, alguns indicadores reunidos no Quadro 1, de onde se pode ter idéia da festa que a política econômica de 1980 celebrou para a grande empresa.

O endividamento de curto prazo — bancário e junto a fornecedores — aumentou substancialmente para empresas nacionais e estrangeira. Em particular, elevou-se o endividamento bancário de curto prazo, onde predominam as operações com o sistema bancário doméstico. Mas, o acesso diferenciado a um crédito restringido pela "desintermediação" e, em seguida, pela ação da política econômica, foi responsável pela menor elevação no caso das classes de menor tamanho (classe 1, especialmente). Quanto ao endividamento de longo prazo — aí preponderam os saldos dos financiamentos de estrangeira e dos recursos da FINAME e do BNDES¹ — este simplesmente desvalorizou-se no passivo das empresas. As exceções aqui ficam para as empresas da classe de maior tamanho (a das empresas-gigantes da classe 6), nacionais e estrangeiras. No primeiro caso, devido à preponderante presença das empresas estatais conduzidas para o endividamento maior (novos fluxos), a despeito da desvalorização do estoque das dívidas que se processou². Quanto ao endividamento

1) Destes últimos excluem-se as estrangeiras, impedidas de tomarem financiamentos do Banco.

2) Infelizmente, os dados de que dispomos não permitem individualizar as empresas estatais. Mas as gigantes da indústria estão localizadas principalmente no setor de metalurgia (as grandes siderúrgicas do Estado) e química (Petrobrás e as petroquímicas estatais).

das maiores estrangeiras, este já era pequeno em 1978, e manteve-se até 1980. Os dados sugerem que o "desindividamento" (neste caso, por desvalorização do valor real da dívida) entre as nacionais foi maior. Teriam então as empresas estrangeiras relegado a um segundo plano o risco e o custo cambial de 1979 e recorrido a algum financiamento externo, aproveitando-se da prefixação de 1980.

Devemos observar que o "momento" de cada empresa quanto à estrutura de seus ativos é decisivo para determinar a trajetória no curto prazo do volume de seu endividamento. Uma decisão tomada no passado pode transmitir-se ao presente e definir limites muito estreitos de flexibilidade na estrutura passiva, ainda que a expectativa sobre o futuro e a avaliação de risco, agora prevaletentes, sejam outras. Em particular, é crucial o momento quanto à mobilização produtiva; se a empresa encontra-se em meio à ampliação ou implantação de nova planta, por exemplo, muito dificilmente poderá reestruturar seu endividamento, sobretudo o de longo prazo, a não ser por deliberação dos sócios, novos sócios ou matriz, ou por acesso ao mercado de valores (pouco expressivo no Brasil), que altere sua estrutura de capital.¹ Mesmo findo o investimento e interrompido o dispêndio que o acompanha, o fluxo de caixa da empresa não será suficiente para reverter o endividamento, exceto gradualmente, embora possa ser mais do que suficiente para honrar os compromissos correntes de amortização e juros (a empresa pode enquadrar-se como hedge financing). Casos como os selecionados acima certamente envolviam segmentos de empresas estatais, empresas nacionais e empresas estrangeiras que em fins dos 70 e início dos 80 encontravam-se ainda "em imobilização", pelo engajamento ao II PND. Esta pode ter sido causa de inflexibilidade no endividamento de longo prazo, e os nossos dados refletem isto em alguma medida, embora sejam pobres em identificar situações particulares.

Vejamos a questão dos estoques em 1980. Este ano revelou-se muito favorável à acumulação de estoques pelas empresas. A prefixação da correção monetária comprimiu os rendimentos dos títulos indexados, fazendo com que as aplicações com perspectiva de

1) Neste caso, as ações a curto prazo das empresas se vêem balizadas pelas decisões estratégicas e de longo prazo, a despeito da instabilização das expectativas e dos padrões de risco. Mas há uma diferença de ênfase com relação à "teoria da firma": o que aprisiona a empresa é a estrutura patrimonial inflexível (estoque) resultante de uma decisão passada.

ganho se deslocassem para ações, imóveis e também mercadorias. A taxa de elevação dos preços das mercadorias, por seu turno, mostrava tendência de aceleração, resultando em mais um estímulo de caráter financeiro à formação de estoques. Os importados permaneceram "baratos" enquanto perdurou a prefixação no caso do câmbio, favorecendo as antecipações de importações, igualmente para estocagem. Por fim, a taxa de juros baixa que o governo patrocinou por um certo período do ano, permitia a quem dispunha de acesso ao crédito "escasso", recursos para financiar o processo. Os dados que reunimos mostram sensível crescimento dos estoques (Ver a Tabela 1 e o Quadro 1), mas há que se descontar a parcela em que os dados refletem apenas o aumento dos preços do petróleo e derivados em 1979/80. Este, foi responsável pelo desproporcional aumento do valor dos estoques na classe de empresas de maior tamanho (classe 6).¹ De resto, o aumento foi "real". Mas note-se como na faixa de maior participação do capital estrangeiro (75% a 100%) praticamente não se verifica variação de estoques, talvez porque tivesse sido este o grupamento de empresas que mais elevou as vendas ao mercado externo entre 1979 e 1980 (ver Tabelas 1 a 3). A acumulação de estoques em 1980, que parece ter sido generalizada (com a ressalva feita) apresenta um interesse muito particular à análise da recessão que se instalaria na economia no ano seguinte. Mas, antes de tratarmos do ajustamento recessivo, a observação final que em setores de participação expressiva de empresas estrangeiras, o biênio 1979/80 registra importante evolução nas vendas externas, casos de material elétrico e de comunicações, material de transporte (exceto montadoras), montadoras de automóveis, papel e celulose e química. Em particular, foram as gigantes da classe 6 as que lideraram o processo: As nacionais praticamente não variaram o coeficiente do faturamento exportado, mas seriam as que mais reagiriam à recessão interna nos anos seguintes, ampliando as exportações (Ver Tabelas 1 e 2).

1) Onde se coloca a Petrobrás.

Ajuste das Margens de Lucro, do Endividamento e dos Mercados de Vendas: A Reação Empresarial ao Ajustamento Recessivo

1980 foi um ano favorável para as empresas de um modo geral. As vendas cresceram — foi ano de alto crescimento do PIB —, para as grandes estrangeiras o mercado externo adicionou faturamento, os encargos financeiros foram contidos e as dívidas desvalorizadas. Os estoques também aumentaram: representavam uma boa alternativa de aplicação financeira de curto prazo e uma forma de proteção dos momentos de incerteza que se aproximavam. Como se pode aferir na Tabela 2, os níveis de margens líquidas de lucro não se diferenciavam sensivelmente entre empresas de classes diferentes. A recessão iniciada em 1981 pela aplicação da "política de ajustamento" iria alterar muito este quadro. Acompanhada dos fatores de incerteza e risco, alterações em preços e custos básicos, no acesso ao crédito interno e externo, iria abrir um leque muito amplo de possibilidades de trajetórias financeiras entre as empresas. Mas, se 1980 não tivesse apresentado as características assinaladas e a política econômica não patrocinasse o que chamamos antes de "subsídios preventivos" à recessão, o leque certamente incluiria um número muito grande de quebras e falências ou desequilíbrios ainda em processo de correção de empresas e bancos. De certa forma, nosso "leque" absorveu casos como estes, porém quase que inteiramente restritos às empresas estatais. A trajetória privada — as empresas estrangeiras aparentemente com vantagens — parece retratar apenas a mudança patrimonial rápida, o ajuste das margens de lucro, a conquista da liquidez, a preservação (quando não, a elevação) da rentabilidade em plena crise, embora em graus e intensidades diferenciadas.

A estória do sucesso empresarial ao longo do ajustamento, mas também da profunda diferenciação de situações, está contada nos resultados do levantamento que realizamos (Tabelas 1 a 3 e gráficos). Os dados são bastante expressivos, mas caberia ressaltar alguns deles:

a) a queda no grau de endividamento¹ foi acentuada nos

1) Estamos avaliando o grau de endividamento pela relação entre exigível (dívidas de curto e longo prazo) e recursos próprios (patrimônio líquido). Para 1980, como consequência da prefixação da correção monetária o grau de endividamento está superestimado, devido à subestimativa da correção do patrimônio líquido.

QUADRO 1
ENDIVIDAMENTO E ESTOQUES COM O PROPORÇÃO DO ATIVO TOTAL (%)

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

anos de recessão, excluindo apenas as empresas de mais baixa participação estrangeira da classe 6, onde preponderam empresas estatais. As diferenças de trajetória foram marcantes: as empresas da classe 1 na faixa de menor presença de capital estrangeiro contraíram menos o grau de endividamento; as faixas de capital estrangeiro de 25% a 50%, 50% a 75% e 75% - 100%, para todas as classes de tamanho, contraíram mais o grau de endividamento. Na faixa de 75% a 100%, este chegou a alcançar 115% em 1983 (mesmo nível da faixa de 0 a 25%) quando em 1978 era de 188% (110% para a faixa de 0 a 25%).

Muitos fatores determinaram a redução do grau de endividamento: a desvalorização das dívidas em 1980, a contração do nível de produção e vendas (que restringiu a necessidade de financiamento de curto prazo da empresa), a interrupção de novas inversões (com o mesmo efeito sobre a necessidade de financiamento de longo prazo), o socorro financeiro do governo e a geração interna de liquidez pelas empresas, o que lhes abriu oportunidade de liquidar débitos. Além de contrarrestar o "risco crescente" de dívidas, esta reação teria um significado importantíssimo para o equilíbrio corrente entre a geração de recursos e os compromissos financeiros das empresas. Estes deveriam crescer tanto quanto elevaram-se as taxas de juros, na ausência do ajuste do grau de endividamento, mas as empresas puderam evitar o desequilíbrio reduzindo as dívidas, e contaram ainda com os rendimentos dos saldos de caixa em aplicações no mercado financeiro, o qual, relembramos, em simultâneo, criou crescentes oportunidades até mesmo para baixos valores e a curtíssimo prazo.

Isto explica a relativa estabilidade das despesas financeiras líquidas (líquidas da receita de aplicações financeiras) no auge do ajustamento para todas as faixas de capital.

b) A flexibilidade das margens brutas de lucro¹ foi o me

1) A qual temos denominado mark-up porque aproxima-se do conceito Kaleckiano. É aqui definida como a relação entre o excedente da receita operacional líquida sobre o custo de produtos e serviços (mão-de-obra e matéria-prima direta) e o custo de produtos e serviços (ROL-CPS/CPS). Nosso mark-up difere do de Kalecki porque neste há o suposto implícito de que as decisões de produção são sempre bem sucedidas (não há frustração de vendas). Nosso mark-up seria o de Kalecki multiplicado pela relação vendas/produção. Ver a respeito desta questão, bem como de outras relativas ao mark-up em Kalecki, os trabalhos de Mário Possas: Estruturas de Mercado em Oligopólio, Ed. Hucitec, 1984 e Dinâmica da Economia Capitalista, Ed. Brasiliense, 1987.

canismo decisivo da reação da grande empresa durante a recessão. Não apenas porque cumpriu o esperado (e "clássico") papel de compensação (ou de "defesa" do lucro, como diz Kalecki) ante o aumento do custo fixo unitário que a recessão e a retração das vendas determinaram. Foi também o mecanismo possível que a grande empresa utilizou para estabelecer rapidamente padrões de liquidez e de grau de endividamento compatíveis com os níveis de risco e incerteza, com a recorrente quebra e mudanças nas expectativas, e, ainda, com os custos financeiros que o ajustamento impôs à economia. Além do mais, o ajuste de margens brutas encontrou livre curso em uma política econômica cujo eixo central era promover o "realinhamento de preços relativos" (com o objetivo final de orientar a produção para exportação) e beneficiou-se das políticas salarial e de tarifas públicas adotadas no período. Neste processo, a política de controle de preços do governo limitou-se a sancionar os ajustes de margens.

Nossos dados mostram um violentíssimo ajuste durante a recessão, generalizado para todas as classes, faixas de capital estrangeiro e setores industriais, porém com sensíveis diferenciações.

Por faixas de capital estrangeiro, é nítida a vantagem que tiveram as empresas com participação estrangeira acima de 25%. Nas três faixas consideradas, o mark-up elevou-se entre 1980 e 1983, de 53 para 65% (25% a 50%), de 51 para 65% (50% a 75%) e de 44 para 67% (75% a 100%). Para a faixa de 0 a 25%, o aumento foi de 36 para 47%.

Por classe de tamanho, a evidência é a de que as maiores flexibilizaram as margens em um intervalo mais amplo de variação. Para a classe 6, a mais alta, o mark-up salta de 28 para 44%; na classe mais baixa (classe 1), de 50 para 57%.

Por setor, os dados registram queda da margem bruta em apenas quatro deles (perfumaria, sabões e velas, mobiliário, bebidas e editorial e gráfica), mas em nenhum onde a participação de empresas estrangeiras é expressiva.¹ Entre estas, na verdade, con-

1) Com talvez, uma exceção: produtos de matérias-primas plásticas, onde, no entanto, os dados apresentam grande irregularidade para a faixa de 75% a 100% de participação estrangeira (valores do mark-up: 1978-105%, 1980-75%; 1982-107% e 1983-98%).

tam-se as que lideraram o processo: metalurgia, mecânica, material elétrico e comunicações, material de transporte, química, produtos farmacêuticos e veterinários, borracha, fumo e diversos, onde o aumento absoluto do mark-up em nenhum caso foi inferior a 20 pontos entre 1980 e 1983.¹

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

Vejamos agora em dois momentos como as empresas conduziram o ajuste do grau de endividamento e das margens de lucro. O primeiro momento corresponderia à primeira rodada recessiva, anterior à ida do país ao FMI, em 1981/82. O segundo, a 1983, ano também de recessão e de mudanças dramáticas nos preços básicos (salários e câmbio, em particular), a partir da aplicação do programa de ajustamento do FMI.

a) A recessão, promovida pelo "ajustamento voluntário" em 1981 desdobrou três tipos de relações favoráveis para grande empresa que, beneficiando-se da política econômica praticada em 1980, conseguira alterar sua estrutura de endividamento e acumulara estoques.

O pano de fundo é a recessão que por si só implica em queda das vendas e da produção², e daí em redução do emprego, das compras a fornecedores e da demanda de empréstimos bancários devido à menor necessidade de capital de giro. Mas a situação de endividamento mais favorável que resultou da desvalorização da dívida, do crédito bancário "barato" e de curto prazo tomado pela grande

1) Em um exercício semelhante para a faixa de maior participação de capital nacional (ou menor participação estrangeira - 0 a 25%), apenas se enquadrariam os setores de material elétrico e comunicações, vestuário e calçados, fumo e diversos.

2) Normalmente a queda das vendas antecede por algum período curto (o curto é definido segundo os padrões contratuais que regem a compra de matérias-primas, os acordos salariais e o crédito corrente) a revisão das decisões de produção e, assim, a queda da produção. Mas a recessão de 1981 no Brasil foi anunciada desde meados de 1980, desde quando foram também acionadas as medidas recessivas. Neste sentido, para 1981 podemos supor reação instantânea da produção.

empresa, e da acumulação de estoques para além dos níveis "normais" em 1980, ano em que foram excepcionais os níveis de vendas e lucro da grande empresa, amplificaram estes efeitos. A empresa com estes predicados que a política macro lhe concedeu, pôde então em 1981 negociar condições mais favoráveis de crédito junto aos bancos, ou simplesmente não renovar as dívidas de curto prazo e escapar dos juros altos; pôde também negociar condições a ela favoráveis de reajustes salariais e compras junto a fornecedores, que a capacidade de contrair o emprego e as compras de matérias-primas para além da queda da produção efetiva e da sinalização dada pela retração das vendas lhes assegurava, por intermédio das variações de estoque. Isto corresponde a um "super-multiplicador" (à la Hicks) operando às avessas, o que aprofundou o impacto da política recessiva. O produto industrial declinou 10,4% (crescimento de 9,1% em 1980) e o emprego na indústria paulista caiu 13,8%. Pelos nossos dados, os estoques como proporção do ativo total caem de 21% em 1980 para 16% em 1982 e daí para 14% em 1983.

É preciso esclarecer o significado de "condições favoráveis" na negociação do crédito bancário, do salário e das compras de fornecedores e, ainda, de vendas a clientes, em uma economia convivendo com uma taxa de inflação ao nível de 100%, como na época. O ganho pode ser alto dependendo não apenas dos preços e valores contratados, mas também dos prazos e dos indexadores dos contratos a prazo. A velha regra mercantil de "comprar barato, vender caro" é a que retorna neste momento, porém conjugada a duas novidades: "comprar a prazo, vender à vista" e "comprar sem indexação e vender a preço indexado".¹ Nenhuma avaliação é possível com os dados que dispomos, mas certamente uma importante causa do aumento da margem bruta da grande empresa teve origem em relações deste tipo, de natureza inteiramente mercantil.

A relação bancária também comporta ganhos "não operacionais", digamos. Taxas de juros mais baixas de crédito bancário constituem uma fonte para isto, evidentemente. Mas a negociação em torno às garantias, à reciprocidade que os bancos normalmente exigem nos empréstimos e à remuneração de aplicações dos saldos da empresa

1) O melhor dos mundos durante o ajustamento seria satisfazer a velha e as novas máximas da administração comercial e, ainda, indexar o preço de venda ao câmbio através das exportações.

pelo banco, são outras, tão ou mais importantes. Neste caso, possíveis vantagens que a grande empresa pôde obter não aparecem como aumento das margens brutas, mas como redução das despesas financeiras líquidas, pelo duplo movimento da contenção das despesas brutas e acréscimo das receitas.

De outro lado, os aumentos de mark-up acompanharam ganhos de produtividade e redução de custos, racionalização administrativa e gerencial, onde se concentraram os investimentos durante a recessão.

Em uma medida muito significativa, as mudanças no grau de endividamento e nas margens brutas, cujos resultados para o período recessivo como um todo registramos, foram obtidos já nesta primeira rodada de aplicação da política de ajustamento.

b) O programa do FMI aplicado ao Brasil em 1983, ativou dois fatores que, aliados à persistência da recessão e dos juros altos, influenciaram decisivamente a estrutura financeira e as margens brutas de lucro das empresas: a maxidesvalorização do cruzeiro em fevereiro e a queda do salário real.

Para a empresa que desde a entrada dos 80 (ou antes disto) vinha protegendo sua dívida (desvalorizada) com depósito em moeda estrangeira no Banco Central, que liquidara operações 63 e reduzia rapidamente o grau de endividamento global, a segunda rodada recessiva não alterou o curso da trajetória de sua estrutura financeira, a despeito da gravíssima instabilidade financeira que o programa do FMI instaurou na economia. As grandes empresas (as de maior participação de capital estrangeiro com aparente vantagem), de fato, já haviam transitado para a "economia auto-suficiente" (para usarmos novamente a categoria de Hicks). Romperam a dependência com os bancos, obtendo a liquidez pela geração interna, e, como nos casos de maior êxito, passando à condição de fornecedores de liquidez ao "setor com cobertura". Este, cada vez mais confundia-se com o setor público (inclusive estatais), seja devido ao desequilíbrio financeiro "próprio" (os subsídios, os incentivos e o custo da dívida estatizada) seja porque assumira como sua a necessidade de recursos de certos setores "com cobertura", que os bancos negavam-se a atender (o "risco do prestador"). Assim, o impacto financeiro da segunda rodada do ajustamento, e em particular, o impacto financeiro da "maxi" concentrou-se no setor público, não chegando a ter

influência expressiva nem na estrutura do endividamento, nem no custo financeiro da grande empresa.¹ O grau de endividamento manteve-se constante, ou prosseguiu em queda menos acelerada em 1983. Semelhante comportamento registraram as despesas financeiras líquidas.

O programa recessivo de 1983 se, como vimos, não reverteu o processo de "desindividamento", impulsionou decididamente o ajuste das margens que as empresas já vinham promovendo.

Além dos fatores ligados às relações financeiras e mercantis — sobre as quais poderíamos repetir o que fôra dito para a primeira rodada do programa recessivo² —, salários e câmbio definiram novo patamar das margens brutas. Mais do que em qualquer outro momento, o controle de preços sancionou o aumento das margens; a relação câmbio/salário era precisamente o que a política econômica desejava alterar com as medidas (pensando em promover as exportações). Em muitos setores, a elevação de apenas um ano no mark-up — 1983 — superou os aumentos registrados desde 1978. Na média de todas as empresas, entre 1982 e 1983, o mark-up passou de 45 para 52%; o crescimento foi maior entre as faixas de participação de capital estrangeiro superiores a 25%: de 42 para 47% na primeira faixa, de 55 para 65% na segunda, 57 para 65% na terceira e de 59 para 67% na faixa de 75% a 100%.

A queda real dos salários nas condições em que se deu na época — impulsionada duplamente pela recessão e pela política salarial imposta pelo governo, em meio à forte aceleração inflacioná-

1) No registro contábil brasileiro, as variações cambiais sobre o estoque da dívida (não somente o volume a ser amortizado ou pago como juros) aparece nos demonstrativos financeiros reduzindo o lucro tributável. Mas, assim como a correção monetária do balanço (se credora), esta dedução não representa pagamento ou saída efetiva de recursos no exercício. Consideramos ambas estas "efeitos inflacionários". O lucro efetivo da empresa (operacional e não-operacional - IONO), deduzido destes "efeitos inflacionários" resulta no "lucro corrigido" (dos efeitos da inflação e das correções sobre as dívidas e o balanço). Como se pode observar, em 1983 os "efeitos inflacionários" reduziram "lucro corrigido" e 25% para o "lucro antes da correção" - 8% para o feito contábil residiu o maior impacto da maxi sobre as contas das empresas; com isto contraiu a base de aplicação do imposto de renda das empresas e lhes permitiu reforçar a liquidez interna.

2) Ano de forte aceleração inflacionária (a taxa de inflação saltou para 211% - 99,7% em 1982), além de recessão e instabilidade, 1983 acirrou a disputa por posições e negociações favoráveis, comerciais e financeiras.

ria — incidiu generalizadamente entre as empresas, traduzindo-se em aumento das margens. É razoável supor que a defesa do lucro ante a queda das vendas tenha conduzido a esta forma de absorção da redução do custo real. Porém, quanto à variação cambial, os efeitos são mais complexos. Em alguns setores, a margem bruta declinou precisamente em 1983, interrompendo trajetória de elevação, o que pode estar relacionado a isto.¹ Segundo, porque depende da proporção das vendas faturadas em dólar (ou outra moeda conversível), cuja expressão em cruzeiros elevava-se subitamente com a maxi. Como não é apenas sobre o acréscimo de exportação (o objetivo da política econômica) que o maior preço (em cruzeiro) é aplicado, mas sim sobre todo o volume exportado, os grandes beneficiários da maxi de 1983 foram as empresas para quem as vendas externas correspondiam à parcela elevada do total das vendas e não apenas as que ampliaram as vendas no exterior.² Ou seja, este último não era requisito indispensável para que as empresas ampliassem suas margens com a "mudança de preços relativos". O requisito estava, na verdade, em não deixar a vantagem obtida nos preços em cruzeiro se perder em queda proporcional de preços em dólar.

Classificamos os setores por ordem de variação relativa do mark-up entre 1982 e 1983³ para as faixas de menor e maior participação do capital estrangeiro (até 25% e 75% - 100%). Há uma relação que liga muito nitidamente as maiores variações com as mais altas proporções de venda externa no total do faturamento. A propósito, o registro de que entre 1982 e 1983, tanto tenha evoluído o coeficiente de faturamento externo em alguns setores como mostra o Quadro, combina três determinantes, entre os quais o acréscimo

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

2) De acordo com o mesmo princípio, no campo financeiro, ganharam os detentores (do estoque) de ativos indexados ao câmbio, como ORTN (obrigações do Tesouro reajustáveis) cambial. Sofreram perda patrimonial os detentores da dívida externa e os emissores dos ativos indexados ao câmbio, àquela altura, já quase inteiramente reunidos no setor público. (As empresas ainda devedoras em moeda estrangeira, assim como os bancos, puderam utilizar os depósitos registrados em moeda estrangeira no BACEN. Os depósitos da 432 alcançaram US\$12 bilhões em 1983).

3) Ver Quadro 2. Os setores listados foram os de variação do mark-up superior à média.

SETORES DE MAIOR VARIAÇÃO RELATIVA DO MARK-UP ENTRE 1982-83, POR FAIXAS DE PARTICIPAÇÃO DE CAPITAL ESTRANGEIRO

S E T O R E S	ATÉ 25%				75% - 100%			
	MARK-UP (%)		VENDAS EXTERNAS/TOTAL DE VENDAS (%)		MARK-UP (%)		VENDAS EXTERNAS/TOTAL DE VENDAS (%)	
	1982	1983	1982	1983	1982	1983	1982	1983
Química	28	36	8	11	44	63	19	29
Papel e Cel.	37	47	17	22	64	87	31	43
Metalurgia	38	47	11	25	79	107	34	44
Prod. Alim.	26	31	19	21	66	81	6	10
Fumo	95	112	13	13	64	77	7	16
Diversos	78	92	17	18	25	30	20	24
Prod. Farm. e Veterin.	124	148	3	3	84	100	16	17
Mat. El. e Com.	66	74	3	3	50	59	5	11
					80	70	8	13
					126	145	15	8
Todos os Setores	42	47	11	15	59	67	13	18

"real" do mercado externo é apenas um deles.¹ Os demais seriam: o efeito da alteração de preços relativos em cruzeiros — a maxi — e a própria retração das vendas internas.

Proclamava-se em torno à maxi de 1983, a sua eficácia em promover as exportações do país. Mas, além de desequilibrar de vez as finanças públicas e alçar a inflação brasileira ao patamar de 250%, o que sobressai entre as suas conseqüências foi ter detonado novo e profundo ajuste das margens de lucro. A grande empresa privada, após este último movimento pôde dar por completo o processo de instauração de padrões correspondentes à etapa de instabilidade que se abria na economia brasileira desde fins dos 70 e percorreria todos os 80. O leitor poderá voltar às Tabelas 1, 2 e 3, averiguar os resultados para 1983 quanto à estrutura do ativo e do endividamento, níveis de margem bruta, despesa financeira e taxa de lucro, e confirmar o êxito da grande empresa na reestruturação patrimonial e financeira, processadas em pleno ajustamento recessivo. Poderá conferir também as evidências acerca de dianteira que as empresas estrangeiras do setor industrial tomaram em vários destes itens, assim como as empresas de maior tamanho e as de mais alto coeficiente de faturamento no mercado externo:

A análise que neste ponto completamos ressaltou os determinantes macroeconômicos e de política macroeconômica sobre o ajustamento da empresa. Em parte, isto decorreu de um imperativo empírico: os dados e as pesquisas disponíveis não permitem acompanhar os processos que seguramente tiveram lugar no interior da grande empresa, em torno a aumento de produtividade, redução de custos, racionalização administrativa e organizacional, aprimoramento da gestão comercial e financeira. Mas decorreu também do fato de querermos assinalar dois traços fundamentais da crise econômica brasileira: o da instabilidade macroeconômica, como decorrência das seguintes mudanças nas convenções básicas da economia em torno a expectativas, incerteza e risco e o da ativa política de ajustamento, explicitamente recessiva, e francamente discriminadora na redistribuição que promoveu na riqueza, nas dívidas, no acesso ao crédito,

1) Para alguns setores, em particular, foi importante a retomada das vendas externas em 1983, após queda sensível das exportações em 1982. Mas as exportações industriais com a recuperação de 1983 (12%) sequer atingiram os níveis de antes da retração de 1982 (-17%).

nos privilégios e subsídios públicos, nos mercados consumidores e na renda funcional. Foi ainda para mostrar, seguindo Minsky, que: "paradoxically, recessions are good for corporate gross profits after taxes in an economy with Big Government".¹

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

	TOTAL			até 25%			25% - 50%			50% - 75%			75% - 100%							
	78	80	82	83	78	80	82	83	78	80	82	83	78	80	82	83				
	ESTRUTURA DO ATIVO																			
Clientes/AT	19	21	19	17	18	20	17	15	20	23	23	22	22	24	23	24	25	25	24	22
Empresas/AT	16	21	16	14	14	20	16	13	15	19	16	15	17	22	17	14	22	23	18	15
Imobilizado/AT	39	35	38	40	41	37	39	41	39	34	34	33	40	37	38	39	30	30	34	35
Investimentos/AT	8	9	10	11	9	9	11	11	6	9	11	11	6	6	10	10	4	6	7	7
	ENDIVIDIMENTO																			
Endividamento Total/PL	120	142	115	114	110	139	114	115	145	121	101	97	146	177	132	112	188	152	121	115
Endividamento Bancário/PL	61	70	59	59	59	69	60	61	76	66	44	44	79	87	70	61	63	71	56	55
Fornecedores/PT	10	11	10	11	10	11	10	11	8	9	9	10	10	13	9	10	11	14	11	11
	MARGEM DE LUCRO																			
Mark-up	42	49	46	52	40	36	42	47	48	53	55	65	47	51	57	65	45	44	59	67
Margem Líquida	11	12	14	19	10	12	13	18	11	15	19	24	10	10	18	22	12	12	16	20
Margem Não-Operacional	-3	-2	-3	-1	-3	-2	-3	-1	-5	-3	-1	0	-3	-6	-1	0	-2	-3	-3	-2
	DESPESA FINANCEIRA																			
Despesa Financeira Líquida/ROL	-4	-4	-5	-4	-4	-4	-6	-4	-6	-5	-4	-3	-5	-7	-5	-5	-3	-4	-4	-3
Taxa Implícita de Juros	18	18	24	21	17	17	23	19	20	21	29	27	19	25	27	27	23	21	29	25
	VENDAS EXTERNAS																			
Vendas Externas/TV	10	11	12	16	9	9	11	15	12	13	15	19	10	12	22	24	11	15	13	18
Vendas Externas Incentivadas/TV	7	8	9	12	7	6	7	11	10	10	12	16	6	12	19	22	10	13	11	15
	TAXA DE LUCRO																			
Lucro Antes da Operação/PL	19	25	23	25	16	23	20	22	20	29	30	33	20	23	33	34	28	31	33	33
Lucro Corrigido/PL	14	16	11	8	14	16	9	7	12	19	18	13	12	3	17	7	16	17	16	11
Lucro Líquido/PL	11	10	7	4	11	11	6	4	8	12	13	8	7	-2	12	4	11	10	10	4

1) "The Emergence of Financial Instability in the Postwar Era". In: Stabilizing an Unstable Economy, cit., p.93 .

TABELA 2
INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO, MARGEM E TAXA DE LUCRO DAS EMPRESAS, POR FAIXAS DE CAPITAL ESTRANGEIRO (1)

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

TABELA 3
INDICADORES SELECIONADOS DAS EMPRESAS, POR FAIXAS DE CAPITAL ESTRANGEIRO E SETORES
A - Endividamento Total/PL (%)

	TOTAL			ATE 25%			75% - 100%		
	1978	1982	1983	1978	1982	1983	1978	1982	1983
Minerais Não-Metálicos	77	56	56	75	49	52	70	102	94
Metalurgia	138	173	147	146	187	156	130	177	159
Mecânica	135	116	103	103	106	96	214	137	115
Mat.Elétrico e Coman.	123	111	100	83	103	99	174	121	102
Material de Transporte	128	117	131	116	120	132	194	103	129
Montad.de Autoveiculos	449	202	169	(1)	(1)	(1)	421	152	125
Papel e Celulose	91	77	74	77	74	75	79	63	48
Química	97	124	141	89	126	144	96	105	109
Prod.Farm.e Veterinário	140	142	186	116	124	134	149	158	233
Perfumaria,Sabões e Velas	99	71	68	97	68	66	86	49	56
Prod.Mat.Plásticas	118	136	122	166	120	107	73	152	148
Borracha	91	84	72	93	78	68	89	87	74
Madeira	93	44	43	95	44	43	60	54	56
Mobiliário	135	119	125	135	119	125	(1)	(1)	(1)
Couros e Peles	128	87	83	120	82	79	196	142	149
Têxtil	100	84	83	92	81	80	118	85	97
Vestuário e Calçados	80	103	90	75	99	88	255	249	110
Produtos Alimentares	145	108	105	150	113	108	143	105	112
Bebidas	109	80	68	100	79	69	160	78	51
Fumo	84	97	175	62	71	208	284	219	133
Editorial e Gráfica	125	95	98	127	95	99	87	101	115
Diversos	100	98	109	78	102	105	127	94	114
Total	126	115	114	110	114	115	188	121	115

(1) Dados sem representatividade.

TABELA 3
B - Mark-up - ROL - CPS/CPS (%)

	TOTAL			ATE 25%			75% - 100%		
	1978	1982	1983	1978	1982	1983	1978	1982	1983
Minerais Não-Metálicos	60	71	74	56	69	71	73	77	79
Metalurgia	42	41	49	40	38	47	48	64	77
Mecânica	57	66	73	54	58	61	64	84	100
Mat.Elétrico e Comun.	58	72	80	54	66	74	63	84	93
Material de Transporte	44	54	64	43	57	63	40	44	63
Montad.de Autoveículos	19	28	37	(1)	(1)	(1)	20	25	30
Papel e Celulose	32	42	53	31	37	47	46	60	70
Química	37	32	41	33	28	36	55	55	81
Prod.Farm.e Veterinário	111	126	141	121	124	148	106	126	145
Perf.,Sabões e Velas	58	62	59	56	60	55	72	94	93
Prod.de Mat.Plásticas	67	79	75	52	63	64	105	107	98
Borracha	42	52	60	52	57	63	38	50	59
Madeira	58	70	77	58	69	75	58	79	107
Mobiliário	56	57	54	56	57	54	(1)	(1)	(1)
Couros e Peles	41	57	63	42	58	64	35	53	59
Têxtil	47	59	64	47	58	63	57	69	69
Vestuário e Calçados	52	74	81	52	73	80	60	95	112
Produtos Alimentares	25	29	33	23	26	31	32	40	42
Bebidas	62	58	52	56	54	48	116	129	125
Fumo	52	85	103	51	95	112	74	64	87
Editorial e Gráfica	80	72	71	79	71	69	108	83	94
Diversos	77	91	100	75	78	92	83	101	104
Total	42	46	52	40	42	47	45	59	67

(1) Dados sem representatividade.

TABELA 3
C - Margem Líquida - LONO/ROL (%)

	TOTAL			ATE 25%			75% - 100%		
	1978	1982	1983	1978	1982	1983	1978	1982	1983
Minerais	16	25	41	14	26	45	23	22	29
Metalurgia	10	10	10	9	1	6	14	14	25
Mecânica	12	16	18	13	14	15	10	19	19
Mat.Elétrico e Comun.	17	24	27	16	22	26	18	25	28
Material de Transporte	13	19	20	12	18	22	14	21	15
Mont.de Autoveículos	3	0	5	(1)	(1)	(1)	8	1	2
Papel e Celulose	6	15	16	7	14	12	13	20	29
Química	13	16	23	13	15	23	16	21	28
Prod.Farm.e Veterinários	10	18	21	9	13	21	11	19	21
Perf.,Sabões e Velas	14	18	21	13	18	19	23	27	38
Prod.Mat.Plásticas	10	17	16	8	14	14	14	21	18
Borracha	12	17	22	10	15	21	13	18	22
Madeira	15	22	28	15	21	27	13	32	41
Mobiliário	8	10	8	8	10	8	(1)	(1)	(1)
Couros e Peles	10	16	25	10	15	25	9	19	26
Têxtil	13	17	23	14	17	21	11	23	30
Vestuário e Calçados	11	22	23	11	22	23	9	16	20
Produtos Alimentares	6	7	12	5	5	11	6	10	16
Bebidas	11	23	25	9	24	26	23	25	19
Fumo	10	37	34	16	46	38	-25	7	22
Editorial e Gráfica	7	6	8	7	5	7	17	18	27
Diversos	14	22	23	13	16	20	18	25	25
Total	11	14	19	10	13	18	12	16	20

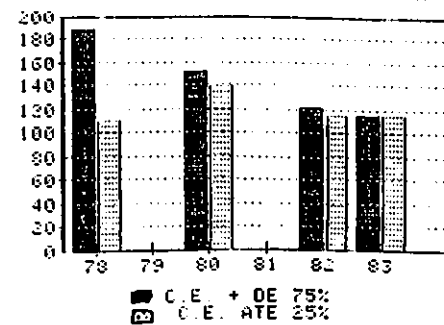
(1) Dados sem representatividade.

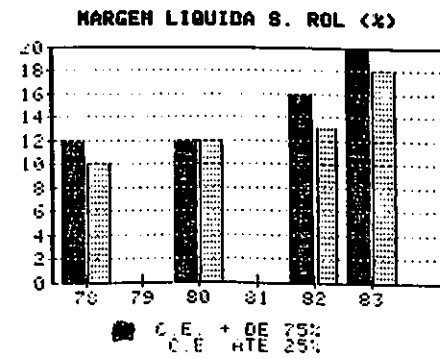
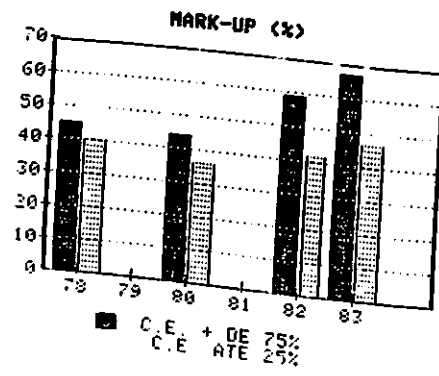
TABELA 3
D - Vendas Externas - VE/TV (%)

	TOTAL			ATÉ 25%			75% - 100%		
	1978	1982	1983	1978	1982	1983	1978	1982	1983
Minerais Não-Metálicos	4	3	3	5	3	3	4	4	5
Metalurgia	7	11	24	7	11	25	6	7	16
Mecânica	12	13	13	9	12	10	14	16	17
Mat.Elétrico e Coman.	8	8	9	5	3	3	11	17	16
Mat.Transporte	13	15	19	15	14	16	6	19	29
Mont.de Autoveículos	19	27	33	(1)	(1)	(1)	17	18	24
Papel e Celulose	5	17	23	5	17	22	1	8	18
Química	4	8	10	4	8	11	2	6	10
Prod.Farm.e Veterinário	2	4	6	3	3	3	2	5	8
Perf. Sabões e Velas	1	13	4	1	15	5	1	2	1
Prod.Mat.Plásticas	1	3	3	1	3	2	0	3	4
Borracha	4	4	9	2	3	5	5	5	11
Madeira	15	15	25	14	14	23	40	34	44
Mobiliário	4	2	4	4	2	4	(1)	(1)	(1)
Couros e Peles	24	24	32	22	23	31	31	34	38
Têxtil	10	10	14	10	9	14	11	15	15
Vestuário e Calçados	14	12	21	14	13	22	8	4	3
Produtos Alimentares	18	19	21	16	19	21	20	19	22
Bebidas	1	2	2	1	2	2	4	5	4
Fumo	18	25	23	10	13	13	17	31	43
Editorial e Gráfica	1	1	3	1	1	3	1	2	1
Diversos	12	18	21	16	17	18	8	19	25
Total	10	12	16	9	9	15	11	13	18

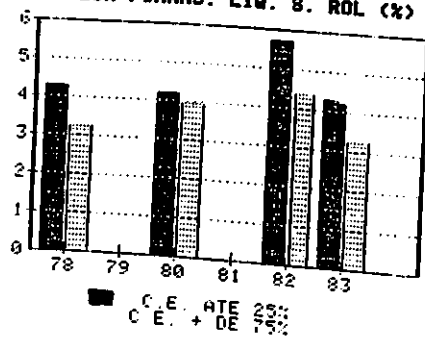
(1) Dados sem representatividade.

ENDIVIDAMENTO TOTAL S. PL (%)

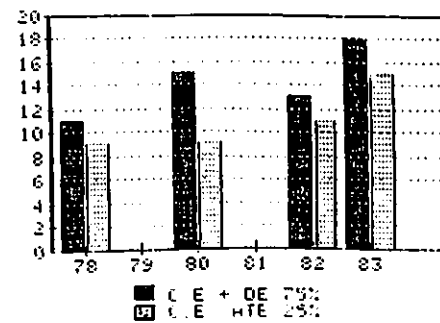


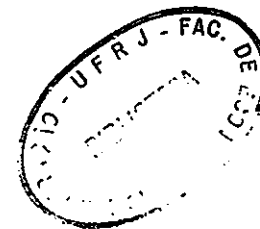
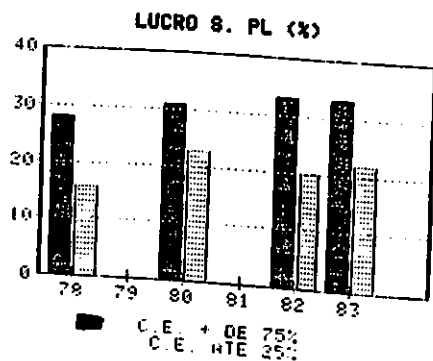


DESPEGA FINANCI. LIQ. S. ROL (%)



MERCADO DE VENDAS S. TOTAL (%)





ANEXO

NOTA METODOLÓGICA DA PESQUISA

FONTE DOS DADOS - A fonte dos dados é o CADEC - Cadastro Especial de Contribuintes da Receita Federal, que reúne demonstrativos de empresas segundo um certo limite de faturamento definido ano a ano.¹ Os dados contêm uma série de problemas, que convém observar.

Primeiramente, não possibilitavam a identificação das empresas, de modo que não foi possível trabalhar com um conjunto único de empresas para todos os anos. Segundo, os anos em que eram disponíveis os dados, não incluíam o ano crítico de 1981, restringindo-se a 1978, 1980, 1982 e 1983. Terceiro, a classificação setorial foi realizada pelas próprias empresas, sem que pudéssemos testar a qualidade das informações. Finalmente, não foi possível distinguir as empresas estatais. (Os dados forneciam apenas informações sobre o capital, se nacional ou estrangeiro).

A não possibilidade de controle sobre as empresas que compõem o CADEC; resultou em oscilações apreciáveis no número de empresas totais, por classes de tamanho, propriedade do capital e setores. O quadro a seguir fornece o número de empresas presentes no levantamento nos anos de 1978, 1982 e 1983.

AS CLASSES DE TAMANHO - Na definição das classes de tamanho seguimos o procedimento de um outro estudo com propósito e metodologia semelhantes ao presente, referido aos anos 70. Nosso objetivo foi o de prever uma possível comparação (não realizada aqui). As seis

1) Os valores mínimos de faturamento definidos para os anos do estudo foram: 1978: Cz\$ 50 milhões, 1980: Cz\$ 150 milhões; 1982: Cz\$ 1 bilhão e Cz\$ 2 bilhões em 1983. O Cadec inclui ainda as empresas com participação estrangeira, as com participação da União e as empresas controladoras de outras empresas. O estudo original, no qual apoia-se o presente levantamento, foi realizado para o IPEA (Instituto de Pesquisas Econômicas e Sociais do Ministério do Planejamento, com recursos do PNPE). Ver o Relatório de Júlio Gomes de Almeida e José Antonio Ortega, Financiamento e Desempenho Financeiro das Empresas Industriais no Brasil, publicado como texto para discussão nº 122 do Instituto de Economia Industrial, março de 1987. Os dados aqui apresentados foram tabulados especialmente para o presente trabalho.

NÚMERO DE EMPRESAS INDUSTRIAIS DO CADEC - POR CLASSE
DE TAMANHO E FAIXAS DE CAPITAL ESTRANGEIRO
1983

	TOTAL			ATE 25%			25% - 50%		50% - 75%		75% - 100%		
	1978	1982	1983	1978	1982	1983	1978	1983	1978	1982	1978	1982	1983
	CLASSE 1	3.271	3.492	3.721	2.966	2.733	2.975	81	143	146	30	55	59
CLASSE 2	1.087	1.074	1.018	915	914	857	39	31	30	17	22	15	15
CLASSE 3	564	587	529	434	473	415	29	22	24	11	9	14	90
CLASSE 4	354	408	379	251	282	258	19	25	28	15	15	19	69
CLASSE 5	108	121	123	65	80	81	10	10	7	4	5	6	29
CLASSE 6	60	75	68	24	35	34	4	4	5	4	4	4	28
TOTAL	5.444	5.757	5.848	4.655	4.517	4.620	182	235	240	81	110	107	521
													878
													868

classes do estudo de Calabi, Reiss e Levy (Geração de Poupanças e Estrutura do Capital das Empresas no Brasil - IPE/USP, Relatório de Pesquisa nº 6, 1982) foram inflacionadas (pelo IGP-DI) para os anos do levantamento e as empresas alocadas em cada classe, segundo a receita operacional líquida.¹ Uma rápida ilustração sobre cada uma das classes. A primeira, compreende empresas com faturamento anual entre aproximadamente US\$ 3 a US\$ 7,2 milhões de dólares, recebendo quase 2/3 do total das empresas (3.731 ou 63% do total em 1983). Seriam empresas, para se ter uma idéia, incluídas numa publicação como o Quem é Quem na Economia Brasileira, que lista cerca de 10.000 entre as maiores do país de todos os setores, mas nenhuma ocuparia posto acima dos 3.000º lugar. Mais uma ilustração: estas seriam empresas que, segundo critérios atuais de agências públicas de financiamento, como o BNDES, seriam enquadradas como "médias" empresas.

Na segunda classe, com valores entre US\$ 7,2 e US\$ 14,3 milhões, estão cerca de 20% do total das empresas (1.018 empresas ou 17,7% em 1983); na classe 3 (faturamento de US\$ 14,3 milhões a US\$ 28,6 milhões), reúne 10% das empresas (529, ou 9,1% em 1983); classe 4 (US\$ 28,6 a US\$ 71,5 milhões), 6% das empresas (379 ou 6,5% em 1983); classe 5 (US\$ 71,5 milhões a US\$ 143,0 milhões), 2% (em número de 123 em 1983) e a classe 6, com faturamento superior a US\$ 143,0 milhões, engloba apenas 1%, ou 68 empresas (1,2% como em 1983).

As empresas das classes 5 e 6 estão incluídas entre as 500 maiores do país, sendo verdadeiramente as gigantes da indústria. Aí se concentram as grandes estatais da indústria (inclusive Petrobrás), o que em uma medida importante, condiciona os resultados deste grupo de cerca de 200 empresas (sobretudo as empresas da classe 6). As das demais classes, a excluindo as "médias empresas" da 1ª classe, são as que ocupam postos como entre o 500º e o 300º no ranking de empresas no país.

1) A preços de 1985, eis os limites superiores de cada classe: classe 1: Cr\$44,4 bilhões; classe 2: Cr\$88,8 bilhões; classe 3: Cr\$177,5 bilhões; classe 4: Cr\$443,7 bilhões; classe 5: Cr\$887,4 bilhões (Na classe 6 o limite superior é aberto).

AS FAIXAS DE PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL ESTRANGEIRO

A impossibilidade de identificação das empresas impediu que a classificação de "empresa estrangeira" seguisse critério individualizado, mais compatível com os diversos tipos de associação do capital estrangeiro e as modalidades de controle extra-capital (como os controles da tecnologia e gerencial). A informação disponível é quanto à parcela do capital social (integralizado) que corresponde a domiciliados no exterior.

Nosso procedimento foi o de repartir em quatro faixas a participação do capital estrangeiro (0 a 25%, 25 a 50%, 50 a 75% e 75 a 100% - os limites superiores são fechados) e agrupar as empresas segundo estas categorias, apresentando os dados com esta desagregação.

Abreviações e Significado dos Indicadores das Tabelas 1, 2 e 3:

AT - Ativo Total

CPS - Custo de Produtos e Serviços (Custo Direto de mão-de-obra e matérias-primas)

LONO - Lucro Operacional e Não-Operacional Antes da Correção do Balanço e do Imposto de Renda

PL - Patrimônio Líquido

TV - Total de Vendas

Endividamento Total - Exigível total, do circulante e do exigível de longo prazo

Endividamento Bancário - Exigível (circulante e longo prazo) junto a instituições financeiras

Mark-up - Margem bruta, definida como:

$$\frac{\text{Receita Operacional Líquida (ROL)} - \text{Custo Produtos e Serviços (CPS)}}{\text{Custo Produtos e Serviços (CPS)}}$$

Margem Líquida - Lucro operacional e não-operacional antes da correção do balanço e do imposto de renda sobre receita operacional líquida (LONO/ROL)

Margem Não-Operacional - Lucro não-operacional sobre receita operacional líquida (LNO/ROL)

Despesa Financeira Líquida - Despesa Financeira deduzida a receita financeira

Taxa Implícita de Juros - Relação entre despesa financeira líquida e o endividamento bancário

Vendas Externas/TV - Vendas no mercado externo sobre total de vendas (VE/TV)

Vendas Externas Incentivadas/TV - Vendas no mercado externo com incentivo fiscal sobre total de vendas (VEI/TV)

Lucro Antes da Correção/PL - LONO/PL

Lucro Corrigido/PL - Lucro após a correção do balanço (e antes do imposto de renda) sobre PL (LONOC/PL)

Lucro Líquido/PL - Lucro após correção e imposto de renda sobre PL (LL/PL).

PUBLICAÇÕES DO IEI EM 1988

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

	Nº de páginas
157. GIAMBIAGI, Fabio. <u>Decisões Independentes, Expectativas e Racionalidade Econômica; Uma interpretação para o Fracasso dos congelamentos.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988.	25
158. JAGUARIBE, Anna Maria. <u>Projeto Estado. Bases para uma comparação entre Brasil, Itália e Espanha nos anos 60-80.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 158)	38
159. OZORIO, Anna Luiza. <u>A posição do ensino de economia na UFRJ: funcionários, professores e verbas.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 159).	31
160. TAUILE, José Ricardo. <u>Notas sobre tecnologia, trabalho e competitividade no Brasil.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 160).	27
161. MEDICI, André Cezar. <u>Observaciones sobre el financiamiento del sistema de salud argentino.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 161).	33
162. BATISTA, Jorge Chami. <u>Planejamento, Investimentos e Competitividade Internacional do Setor Siderúrgico Brasileiro nos anos 70 e 80.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 162).	97
163. KUPFER, David e CABRAL, Maria Tereza. <u>Organização Industrial e Perfil da Firma na Indústria Química Fina.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão 163).	
164. FIGUEIREDO, José Bernardo e SILVA, Nelson do Valle. <u>The Experience with Economic-demographic Models For Brazil Description and Results.</u> IEI/UFRJ. Rio de Janeiro, 1988. (Discussão, 164).	25
165. FIORI, José Luís. <u>Leituras de Conjuntura Política - 1. Algumas idéias sobre a racionalidade da decisão presidencialista. 2. A propósito do pêndulo Peeme debista.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 165).	25
166. TORRES FILHO, Ernani Teixeira. <u>A transição do tratado para a teoria geral - A economia monetária, a poupança e o financiamento.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão 166).	38
167. TAUILE, José Ricardo et alli. <u>Matriz Eletrônica para a Produção de Sistemas Eletrônicos de Processamento de Dados no Brasil: Uma proposta de metodologia.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 167).	71

168. FERRAZ, João Carlos; ANTUNES, Adelaide; TEIXEIRA, Francico L.C.Teixeira e BRITTO, Jorge N.P. A demanda tecnológica da indústria química fina: implicações para política setorial. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro,1988 (Discussão, 168) 62
169. GIAMBIAGI, Fabio. Taxa de Poupança, Restrições ao Crescimento e Política Econômica: Uma Abordagem Integrada.IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988. (Discussão, 169) 26
170. SALM, CLAUDIO. Concertation in Incomes Policy: The Case of Brazil. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 170) 11
171. ZONINSEIN, Jonas. O circuito Financiamento-Investimento-Poupança Financeira. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 171). 32
172. TAVARES, Maria da Conceição. Economia e Felicidade. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988. (Discussão, 172) 20
173. SABOIA, João. Dualismo ou integração do mercado de trabalho? A experiência recente da economia brasileira. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 173) 48
174. JAGUARIBE, Helio. Brasil, reforma ou caos. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 174). 48
175. GUILHOTO, Joaquim J.M. A experiência brasileira com modelos computáveis de equilíbrio geral. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 175). 29
176. CARVALHO, Fernando J.Cardim de. Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: A teoria de uma economia monetária. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 176) 29
177. SABOIA, João. Regulação, Crises e Relação Salarial Fordista. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 177) 33
178. ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. Instabilidade da Economia e Estrutura Financeira das Empresas no Brasil do Ajustamento Recessivo. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 177) 57