

O endividamento externo e o ajuste financeiro - patrimonial da grande empresa industrial nos anos noventa na economia brasileira

Thiago Rabelo Pereira*

Resumo

O trabalho focaliza o ciclo recente de endividamento em moeda estrangeira realizado através da emissão de títulos de dívida direta por parte das firmas industriais privadas brasileiras. Estes fluxos financeiros comandados pelas grandes empresas industriais se inserem em um movimento de adaptação do mix de financiamento de suas atividades e da mudança na composição de seus estoques de obrigações. Este ajustamento financeiro / patrimonial está associado às novas condições de mobilização de fundos externos e internos verificadas no contexto de liberalização comercial e financeira na década de noventa. O texto descreve o perfil do ajuste financeiro perseguido pelas grandes empresas industriais no período 1990 - 1996. As grandes empresas, regra geral, ampliaram o grau de alavancagem financeira, referente ao uso de recursos terceiros / próprios, elevaram o peso das dívidas financeiras relativamente ao conjunto dos recursos de terceiros mobilizados e aumentaram a participação das dívidas denominadas em moeda estrangeira no conjunto das dívidas financeiras carregadas.

Introdução

Nos anos noventa na economia brasileira, os esquemas de financiamento da grande empresa industrial ajustaram-se às novas condições de custo, risco, prazo e volume dos recursos, próprios e de terceiros, disponíveis junto às fontes internas e externas. As novas condições de oferta e de demanda por fundos emergiram em decorrência da reinserção da economia aos mercados financeiros internacionais (após uma década de racionamento do crédito externo), da abertura comercial (que restringiu as margens potenciais de autofinanciamento das firmas oligopolistas) e, posteriormente, da estabilização dos preços (que ampliou a propensão empresarial ao endividamento em virtude da queda dos níveis de risco de carregamento de obrigações financeiras em um contexto estável relativamente ao verificado em alta inflação).

O presente artigo procura descrever as linhas gerais do processo de ajustamento financeiro das grandes empresas industriais privadas neste período de profundas transformações no ambiente competitivo. O ajuste no mix de financiamento promoveu a mudança na composição dos estoques de passivos das grandes empresas industriais privadas. Tal mudança materializou-se no uso mais intenso de recursos de

terceiros, na maior participação das dívidas financeiras relativamente a outras obrigações não onerosas do passivo e no crescimento das dívidas financeiras denominadas em moeda estrangeira vis à vis às contratadas em moeda doméstica, além de associar-se a alterações no perfil de maturidade das dívidas.

Os custos relativos e o volume de recursos (próprios e de terceiros) disponíveis junto às fontes internas e externas foram alterados, por um lado, em função das profundas mudanças do ambiente financeiro externo. Estas foram materializadas no desbloqueio dos mercados internacionais de créditos bancários e títulos de dívida para os tomadores de primeira linha das economias dita “emergentes” (Devlin, 1995). Eles foram afetados, por outro lado, pelo impacto da queda dos níveis de proteção efetiva (Khume, 1995) e da transformação do ambiente macroeconômico doméstico sobre as decisões de formação de preços – comprimindo as margens potenciais de autofinanciamento das empresas industriais. Os índices de mark ups industriais transitaram de um valor médio de 113,8, em 1990, para cerca de 103 em 1993 (Pereira, 1999 e Pereira e Carvalho, 1998). A estabilização desativou os mecanismos que impunham um viés altista na determinação dos mark ups praticados pelas grandes empresas industriais em alta inflação (Frenkel, 1979). Estes caem até atingir a marca de 93,2 em 1996, em virtude da combinação de liberalização comercial e estabilização com câmbio apreciado (Pereira, 1999 e Pereira e Carvalho, 1998).

A crescente captação de recursos externos através da emissão de títulos de dívida direta nos mercados financeiros internacionais, desencadeando um novo ciclo de endividamento externo nos anos noventa, inseriu-se, sob a ótica microeconômica, como peça chave do movimento de ajustamento financeiro-patrimonial dos tomadores. Este foi centrado na mudança do perfil de custos, prazos e moedas de denominação dos estoques de passivos e do mix de financiamento das firmas industriais privadas (entre fundos internos / externos e entre o endividamento bancário interno e o endividamento direto no exterior).

O forte crescimento das emissões externas de bonds, commercial papers, notes e export notes, verificado ao longo da década de noventa na economia brasileira, inscreve-se em um quadro geral onde se cruzam determinantes exógenos e fatores internos à economia brasileira. A reinserção da economia aos circuitos financeiros internacionais, via investimentos de portfólio, emissão de dívida direta ou via investimento estrangeiro direto, foi expressão, pelo lado da oferta, das transformações

ocorridas no sistema financeiro internacional e da mudança do estado de convenções que orienta o comportamento dos principais investidores internacionais. Esta reversão de comportamento foi verificada em um quadro de baixa absorção de fundos por parte dos agentes de primeira linha das economias desenvolvidas e de baixas taxas de juros internacionais (Krugman, 1995; Baer, 1995 e Margarido, 1997).

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

As emissões externas do setor industrial no período 1990 - 1996

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

Ao longo do período 1990 - 1996, as firmas industriais captaram recursos, em valores acumulados, via emissão de títulos, correspondentes a US\$12,3 bilhões de dólares (Tabela 1). Este montante representa cerca de 23% do total captado nesta modalidade de ingresso por todos os segmentos da economia brasileira, que aproximou-se da casa dos US\$51,3 bilhões no período. O endividamento direto via bônus correspondeu, por outro lado, a cerca de 13% do estoque total de créditos do sistema financeiro nacional para com o setor industrial em 1994 e 1996 – incluindo as operações de repasse via resolução 63. Em 1990, quando ocorrem as primeiras emissões de dívida de firmas brasileiras, observa-se um elevado peso das captações industriais no conjunto dos fundos levantados. Estas representavam 81% dos cerca de US\$476 milhões mobilizados nos mercados externos de bônus. As operações das empresas estatais, neste ano, representaram 42% do total de dívida direta contraída pelas firmas brasileiras.

Tabela 1
Brasil 1990 – 1996
Emissões de Dívida Direta nos Mercados Financeiros Internacionais

Decompostas pela Atividade do Tomador

Em US\$ 1000

Atividade / Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Total
Agricultura e Pecuária	-		45.100	5.000	2.100	4.000	14.000	70.200
Indústria	390.262	1.346.741	1.765.520	2.979.729	1.122.215	1.632.931	2.912.550	12.149.948
Intermediação e Serviços Financeiros	-	561.559	3.106.111	4.246.450	3.205.303	5.802.746	4.852.142	21.774.311
Serviços (Excl Financeiros)	84.095	653.300	789.514	657.876	687.675	571.562	3.790.185	7.234.207
Governo	-	-	7.127.796	-	200.000	1.241.437	1.352.192	9.921.425
Não Classificada	2.400	11.750	56.184	14.400	4.400	8.735	58.727	156.596
Total	476.757	2.573.350	12.890.225	7.903.455	5.221.693	9.261.411	12.979.796	51.306.687

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

A participação relativa dos fundos mobilizados diretamente pela indústria no conjunto dos títulos emitidos por residentes declina de 82% em 1990 para 52% em 1991, 13,7% em 1992 (cerca de 30% se forem excluídas as captações da Secretaria do Tesouro Nacional em nome da República Federativa do Brasil, que correspondem a aproximadamente a 55% do total captado neste ano), 37% em 1993, 21,5% em 1994, 17,6% em 1995 e 22,4% em 1996. A perda de importância relativa dos fluxos de endividamento direto da indústria não significa que as captações estivessem perdendo dinamismo em termos absolutos.

O valor captado pelo setor industrial, que em 1990 foi de US\$390 milhões, cresce vertiginosamente no período 90 – 93. Este atingiu a cifra de US\$2.979 milhões no último ano do triênio. No ano de 1994, o valor dos fundos levantados externamente cai para todos os segmentos relevantes (indústria / serviços não financeiros / serviços financeiros), atingindo, para a indústria, o montante de US \$1.122 milhões. Em 1995 e 1996 o volume de recursos captado pela indústria volta a crescer a taxas expressivas, de 45% e 78% ao ano, respectivamente.

Tabela 2
Brasil 1990 - 1996
Perfil de Prazo das Captações do Setor Industrial

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

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

A tabela 2 decompõe as captações do setor industrial pela estrutura de prazo de amortização dos contratos. Conforme pode ser visto, a partir de 1993 o perfil das captações é alterado com a perda de predomínio das emissões de curto prazo. Neste ano apenas 18,7% dos fundos mobilizados correspondem a operações de até 36 meses, com mais de 70% das operações sendo realizadas a prazos superiores a 50 meses. Entre estas, 43% possuíam de 49 a 60 meses para amortizar o principal.

No ano de 1994, mais de 90% das captações apresentaram vencimento em períodos superiores a 40 meses, sendo que 59% do total possuía prazos superiores a 80 meses. A transformação do perfil de prazos dos fundos captados combinou-se à mudança da distribuição das taxas de referência das emissões de bônus. O alargamento dos prazos associou-se a uma maior participação relativa das emissões com taxas fixas. A evolução da estrutura de maturidade dos contratos sugere, por outro lado, uma transformação na composição do uso dos fundos, com a diminuição relativa dos empréstimos motivadas pela busca direta de ganhos de arbitragem, via aquisição de ativos financeiros. Estes foram, ao menos parcialmente, substituídos por operações externas visando realizar o funding de novos projetos de inversão e ou alterar o perfil de custos e prazos dos estoques de passivos velhos.

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

Já em 1996, os prazos voltaram a alongar-se, confirmando a tendência anterior e sugerindo a vigência de um processo de transformação do esquema de usos dos fundos externos. As emissões da indústria foram realizadas predominantemente através de operações a taxas fixas. Estas emissões totalizaram cerca de 62% dos valores acumulados das captações entre 1990 - 1996. Em 1990, a totalidade dos fundos captados diretamente pelo setor industrial foi contratada a taxas flutuantes. No biênio 1991 - 92 esta participação se reduziu para 47% e 48% respectivamente.

Tabela 3
Brasil 1990 – 1996
Emissões de Dívida Externa Direta da Indústria

Decompostas pelas Taxas de Referência

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

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

A tabela 3 demonstra que, a partir de 1993, a preferência pelas operações com taxas fixas cresce expressivamente. Este processo ocorre em paralelo ao alongamento do perfil de prazos das emissões. Neste quadro, as emissões contratadas com taxas flutuantes reduzem-se expressivamente, caindo para cerca de 22% dos fundos tomados pela indústria.

Este movimento revela o esforço das firmas de minimizar o risco de lidarem com uma reavaliação abrupta do custo, em moeda estrangeira, de carregar o passivo externo, em um quadro de baixas taxas de juros internacionais. Este predomínio de operações pactuadas originalmente a taxas fixas, especialmente no contexto de crescimento do prazo das captações, revela a percepção dos demandantes de que as taxas de juros internacionais no período se encontravam em patamar historicamente baixo.

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

O grau de endividamento dos tomadores

As captações de fundos externos no setor industrial inscrevem-se em um processo de ajuste dos estoques de passivos das firmas às novas condições de custos, prazos e volume dos recursos financeiros disponíveis aos grandes tomadores nos anos noventa na economia brasileira. Uma dimensão visível deste movimento aparece como tendência de crescimento do uso de recursos de terceiros no mix de financiamento das grandes empresas. Este processo materializa-se em uma tendência suave de crescimento do grau de endividamento no setor industrial. A tabela 4 descreve a evolução do indicador de endividamento de um grupo de 74 grandes empresas que participaram ativamente das emissões externas de títulos de dívida no período 1990 – 1996, respondendo por cerca de 50% dos fundos captados pela

indústria.

Tabela 4
Brasil 1991 – 1996
Grau de Endividamento das Firms Industriais Captadoras
de Recursos nos Mercados Internacionais de Bônus

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

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

A tabela acima permite visualizar uma tendência de elevação dos indicadores de endividamento (relação dos recursos de terceiros sob o montante de recursos totais), das firmas industriais com inserção ativa nas correntes financeiras internacionais ao longo do período 1990 - 1996. Este indicador, para o total da indústria, revela que esta transitou de um esquema de financiamento em que, em termos médios, cerca de 37,15% de seus ativos eram financiados com recursos de terceiros em 1991, para um quadro em que a participação de recursos externos à empresa correspondia a cerca de 44% de seus ativos, em 1996. A taxa de crescimento deste indicador é positiva ao longo de todo o período 1990 - 1996, à exceção da queda verificada em 1994. Neste ano o uso de recursos próprios eleva-se para todos os grupos de empresas consideradas, em função da melhora da rentabilidade que segue a estabilização.

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

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

firmas eram financiados por capitais de terceiros, em 1991, para uma relação de 53% em 1996. Estes números revelam uma elevação de 11% na participação de recursos de terceiros relativamente aos recursos totais sob seu controle no período.

Endividamento e liquidez dos tomadores

O crescente endividamento das empresas industriais foi acompanhado de um movimento de elevação dos indicadores de liquidez das firmas que ingressaram ativamente nos mercados internacionais de bônus. A tabela 5 descreve a evolução do índice de liquidez corrente (ativo circulante / passivo circulante) para um grupo de grandes empresas que lideraram o ciclo recente de endividamento externo do setor industrial.

Tabela 5
Brasil 1991 – 1996
Índices de Liquidez das Firms Industriais
Tomadoras de Recursos Externos

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

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

A evolução dos índices de liquidez das empresas com participação ativa nas emissões externas de dívidas diretas revela que os tomadores de fundos, que ampliaram tendencialmente a participação de recursos de terceiros no mix de financiamento de suas atividades, obtiveram este resultado conjugado à elevação, ainda que sujeita a flutuações, de seus níveis de liquidez corrente. Estes saltam de 1,11 em 1991 para 1,21 em 1996 para o total dos emissores industriais contemplados na presente amostra. Tal índice pode ser tomado como uma aproximação do nível de fragilidade financeira da firma. Isto porque ele indica o grau de dependência em relação ao refinanciamento de curto prazo das dívidas, bancárias ou com fornecedores (quanto de ativos líquidos a firma possui para cada unidade de dívida de curto prazo – inferior a um ano).

O crescimento dos indicadores de liquidez das firmas privadas, nacionais e estrangeiras revela que, dinamicamente, os protagonistas do endividamento externo

adquiriram mais ativos circulantes do que dívidas de curtíssimo prazo. O movimento descrito pelos indicadores de endividamento e liquidez sugere que as empresas ampliaram seu capital de giro, a partir da recuperação esboçada em 1993, com dívidas de médio prazo (superiores a um ano). Este ajuste pode ter sido combinado à elevação do estoque de ativos financeiros líquidos retidos em carteira (como contrapartida do carregamento de dívidas que ingressavam no passivo de médio e longo prazo). Adicionalmente, o endividamento pode ter financiado a elevação de prazos médios do passivo. A captação de fundos externos pode ter viabilizado a troca de dívidas bancárias internas, caras e de curto prazo, roladas periodicamente para fins de financiamento de capital de giro, por dívidas de maior prazo e menor custo de carregamento. A conjugação destes movimentos produz a elevação dos indicadores de liquidez corrente das empresas privadas. Entre 1991 e 1996 estes índices médios saltaram de 0,95 e 0,96 para 1,58 e 1,60, para as empresas de capital privado nacional e estrangeiro, respectivamente. As empresas estatais descreveram uma trajetória inversa, com o índice de liquidez transitando de 1,27 em 1991 para 0,71 em 1996, como mostra a tabela 5.

As captações externas de fundos realizadas visando trocar dívida bancária interna por dívida direta externa, mesmo que de curto prazo, possuem o efeito de elevar os indicadores de liquidez das tomadoras. Isto porque a dívida bancária interna de curto prazo (registrada no passivo circulante) é substituída por operações de prazo mínimo de 24 meses, registradas no lado do passivo de médio e longo prazo. O crescimento dos indicadores de liquidez reflete também a proliferação das operações de endividamento externo financiando a aquisição de ativos financeiros domésticos líquidos, visando apropriar-se das oportunidades de arbitragem com o diferencial das taxas de juros. O crescimento dos indicadores de liquidez no contexto de forte recessão e queda dos mark ups (Pereira e Carvalho, 1998), entre 1991 – 1992, não deve espelhar o processo de expansão do capital circulante requerido para ampliar as vendas. Ao contrário, a palavra de ordem em contextos de retração do produto industrial e elevação das taxas de juros domésticas é desfazer-se de estoques, pois o custo de sua retenção cresce de acordo com a capitalização financeira dos recursos imobilizados.

Endividamento e Rentabilidade

Conforme visto, o primeiro impulso das captações externas esteve associado

ao ajuste do mix de financiamento do capital de giro às novas condições relativas de oferta de fundos de terceiros externos, internos e próprios (e não ao crescimento absoluto das necessidades de financiamento decorrentes da expansão das vendas) e à aquisição de ativos financeiros domésticos financiada com crédito externo. As condições de oferta dos fundos foram transformadas pela reinserção aos circuitos financeiros internacionais e, posteriormente pela política cambial. Tal cenário foi complementado pela elevação dos custos do financiamento bancário interno de curto prazo em um contexto de políticas monetárias apertadas e alta incerteza decorrente da aceleração inflacionária. Este movimento foi sobreposto à compressão da rentabilidade sobre o capital próprio das firmas imposta pela combinação de abertura comercial, apreciação da taxa de câmbio real e recessão doméstica, como discutido anteriormente. A queda da rentabilidade enxugou a massa de fundos potencialmente canalizáveis para o autofinanciamento.

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

Tabela 6
Brasil 1991 – 1996
Rentabilidade das Firms Industriais
Emissoras de Títulos de Dívida Direta no Exterior

Anos	Lucro líquido / patrimônio líquido - em %					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estatal	0,09	1,95	5,11	8,58	3,04	3,98
Estrangeira	-4,47	-0,88	-0,96	17,25	3,76	0,08
Nacional	-2,78	-1,10	-0,71	7,29	4,28	0,45

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

A recuperação gradual da rentabilidade dos tomadores ao longo da década, que transita de valores fortemente negativos para resultados marcadamente positivos no período 90 – 94, refletiu a elevação dos níveis de atividade a partir de 1993. Esta foi elevada a despeito da restrição imposta sobre os mark ups praticados no quadro de uma economia aberta às importações. Sob a ótica financeira, a recuperação da rentabilidade decorreu, ao menos parcialmente, do ajustamento no perfil dos passivos posto em curso pela via do endividamento externo. Em 1994, ano de grande expansão

da atividade econômica, a rentabilidade do setor industrial elevou-se fortemente. Este crescimento verificou-se a despeito da tendência de queda dos mark ups industriais, imposta pela apreciação cambial, em uma economia aberta às importações (Pereira e Carvalho, 99).

Os indicadores de rentabilidade para a amostra dos tomadores atinge, em termos médios, expressivos 17% ao ano sobre o capital próprio para as empresas de capitais forâneos e cerca de 7% para as empresas de capital privado nacional. A contrapartida do vigoroso crescimento no ritmo de retenção de fundos internos apareceu como queda dos indicadores de endividamento e acentuada expansão dos indicadores de liquidez, em 1994. Neste ano as incertezas sobre o formato e a sustentabilidade da estratégia de estabilização sugeriam cautela quanto à contratação de dívidas financeiras, especialmente as denominadas em moeda estrangeira.

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

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

A desaceleração do ritmo de crescimento do produto, no período 1995 e 1996, espelhou-se na queda expressiva da rentabilidade sobre o capital próprio das firmas industriais. A relação lucro líquido / patrimônio líquido real, a despeito de positiva, situou-se em patamares relativamente baixos para o seu padrão histórico.

Este declínio foi amplificado pela compressão defasada exercida sobre o nível dos mark ups praticados na indústria em decorrência da apreciação da taxa de câmbio e da estabilização, que desativou os mecanismos altistas que viesavam a formação de preços em um regime de alta inflação. Neste quadro de crescimento mais lento do produto, queda da rentabilidade e retomada gradual dos investimentos em modernização (Bielchowsky, 1998), combinado com a queda dos níveis de risco financeiro decorrentes das menores taxas de inflação (e de uma política cambial e monetária que criava estímulos à captação externa), os níveis de alavancagem da grande empresa industrial voltam a crescer, assim como o valor global e o prazo médio de suas emissões externas de bônus.

Peso das Dívidas Financeiras nos Estoques de Passivos

O ajuste na relação recursos próprios / recursos de terceiros foi acompanhado, em uma economia aberta às importações, de uma tendência de crescimento do peso das dívidas financeiras no conjunto dos estoques de passivos dos tomadores (que incorporam diversas obrigações não onerosas com fornecedores, folha de salário, obrigações tributárias). A tabela 7 descreve a trajetória de financeirização dos passivos da grande empresa industrial. A relação dívidas financeiras / recursos de terceiros cresceu em ritmo especialmente acentuado com a queda endógena do risco de carregar obrigações financeiras, decorrente da menor volatilidade das variáveis nominais promovida pela estabilização (e dos menores riscos percebidos de lidar com os efeitos de uma correção diferenciada de indexadores que regem receitas e despesas financeiras, conforme discutido anteriormente).

Tabela 7
Brasil 1991 – 1996

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

Dívidas financeiras / Exigível de curto e longo prazo						
Anos	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estatual	31,21	27,25	29,43	19,23	23,28	38,88
Estrangeira	39,27	43,16	51,63	22,98	41,43	68,97
Nacional	33,90	36,10	43,95	36,16	31,55	53,64

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

O crescimento da alavancagem financeira, em um quadro de alta instabilidade

e aceleração inflacionária, foi detonada sob pressão da queima de parcela dos recursos próprios das firmas. Este ajuste realizou-se em função da rentabilidade negativa e em um ambiente de forte estímulo fornecido pelas políticas domésticas ao endividamento externo. O peso das dívidas financeiras no conjunto dos passivos das firmas industriais em questão subiu suavemente no período 91 – 93. As firmas estrangeiras ampliaram a participação das dívidas financeiras, denominadas em moeda doméstica e externa, de um patamar de cerca de 40% para valores correspondentes a aproximadamente 50% dos estoques de passivos de curto e longo prazo no período, enquanto esta relação para as firmas privadas nacionais passou de um patamar de cerca de 35% para 45% no fim do triênio.

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

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

em dólar, entre 94 e 96.

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

O contexto dos primeiros anos da década de noventa combinou alta instabilidade das variáveis macroeconômicas centrais para o cálculo empresarial, o processo de remonetização da economia (após a retenção da liquidez do Plano Collor 1), queda acentuada do nível de atividade e da taxa de investimento e diminuição expressiva da proteção tarifária e não tarifária dispensada à indústria. A condução das políticas monetária e fiscal forjou, via de regra, elevados diferenciais das taxas de juros domésticas e internacionais. Uma nova regra de política cambial foi introduzida, no final de 1991, visando estimular o ingresso de recursos externos. Neste quadro não chega a ser surpreendente que os recursos captados no mercado financeiro internacional fossem concentrados em obrigações de curta maturação. O expressivo diferencial de custos, prazos e volume de recursos disponíveis, em favor das fontes externas de financiamento, operou como força indutora para que ocorresse a desrepressão dos níveis de endividamento empresarial (fortemente comprimidos no quadro de um regime de alta inflação e economia fechada, na década de oitenta). Este movimento teve curso em um cenário de farta liquidez internacional, e foi acompanhado da crescente participação relativa das dívidas denominadas em moeda estrangeira no conjunto dos estoques de dívidas retidas pelas firmas.

A tabela 6 descreve a participação das dívidas denominadas em moeda estrangeira contraídas via emissão de bônus nos mercados financeiros internacionais no estoque de dívidas financeiras carregado pelas firmas industriais privadas no período 1991 – 1996.

Tabela 6
Brasil 1991 – 1996
Participação da Dívida Direta Externa nos Estoques de Dívidas Financeiras dos
Tomadores do Setor Industrial

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

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

grandes empresas responsáveis por aproximadamente 50% das emissões de dívida direta do setor industrial.

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

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

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

financeiros haviam sido contratados via emissão de dívida direta nos mercados financeiros internacionais, em 1995.

As expressivas mudanças na composição das moedas de denominação das dívidas (doméstica ou externas) foram produzidas em um quadro tendencial de crescimento dos estoques de dívidas denominadas em moeda estrangeira deste conjunto de empresas.

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

O fato de que aparentemente existia amplo espaço para as firmas industriais aprofundarem a substituição de dívidas internas por dívida externa sugere que estas aproveitaram as oportunidades de “arbitragem” e de redefinição do “funding” a partir de uma estratégia defensiva relativamente avessa ao risco. O custo implícito associado à concentração de posições em moeda estrangeira (especialmente para firmas que não possuíam parcelas expressivas de sua receita em moeda estrangeira), em um quadro de incertezas significativas sobre a sustentabilidade do mix de políticas macroeconômicas e do financiamento dos déficits em transações correntes, operou como uma trava efetiva à expansão mais pronunciada do endividamento em moeda estrangeira. A taxa de crescimento do endividamento externo foi limitada pela necessidade de evitar níveis excessivos de concentração dos passivos em obrigações descasadas do fluxo de receitas correntes das empresas.

Os níveis de liquidez das firmas captadoras, que crescem sustentadamente no período, revelam que estas transitaram de uma posição média de relativa dependência do refinanciamento de curto prazo para um quadro de maior autonomia das condições de refinanciamento domésticas. A combinação do bloqueio dos ativos financeiros (que gerou efeitos permanentes sobre a posição patrimonial dos detentores de ativos líquidos decorrentes da desvalorização de parcela da dívida pública em termos reais, no contexto do plano Collor 1) conjugada à retração do produto industrial (que eleva o nível de retenção não desejada de estoques) e a subida expressiva das taxas de juros

reais domésticas materializou-se em uma tendência de deterioração dos resultados financeiros das firmas em tela no período 90 – 92 (sugerindo que as firmas ativas no mercado de bônus possuíam, em termos médios, no início da década de noventa, mais dívidas financeiras do que ativos financeiros indexados à taxa de juros de curto prazo doméstica em carteira).

Desta forma, a busca do mercado internacional e a expansão do endividamento inscrevem-se no esforço de recompor os patamares de rentabilidade. Estes foram corroídos, sob a ótica operacional a curto prazo, pela queda da atividade e dos mark ups. Pela ótica financeira a rentabilidade foi golpeada pelo choque representado pela elevação das taxas de juros reais combinada à desvalorização real de parcela dos ativos financeiros (no contexto do plano Collor). Estes efeitos foram magnificados pela queda do ritmo de giro nos estoques, financiados com dívidas bancárias internas de curto prazo ou junto aos fornecedores. Esta diminuição da velocidade de circulação do capital líquido reduz as receitas financeiras decorrentes do float dos recursos de custo zero.

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

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

Neste contexto, a destinação dos recursos levantados externamente envolveu a

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

No biênio 1995 – 1996 observou-se o movimento de desaceleração do produto industrial e reajuste baixista dos mark ups, deprimindo a rentabilidade. Este foi conjugado à recuperação mais intensa do esforço de investimento da indústria (Bielchowsky, 1998). Nestas circunstâncias, o peso das emissões externas realizadas visando realizar o funding dos projetos de inversão (concentrados fundamentalmente em modernização) deve estar elevando-se no conjunto dos fundos mobilizados pelo setor industrial.

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

A hipótese sustentada neste trabalho é a de que, sob a ótica do setor industrial, a conjugação de reinserção financeira externa, abertura comercial e, posteriormente, de estabilização monetária (principais vetores da transformação do ambiente concorrencial da indústria na década de noventa), impuseram um ajuste financeiro-patrimonial às grandes empresas industriais privadas. Este foi caracterizado pela

mudança no perfil dos recursos demandados para financiar a expansão do capital de giro e do capital fixo.

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

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

Considerações Finais

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

O reequacionamento dos estoques de passivos da grande empresa industrial decorreu da reconstrução de canais de ligação com os mercados financeiros internacionais e das políticas domésticas de câmbio e juros. Estas aproveitaram as brechas abertas pela elevada disponibilidade de liquidez internacional para criar amplas oportunidades de valorização para os tomadores de recursos externos. A abertura comercial e as transformações no ambiente macroeconômico verificadas após o Plano Real, por outro lado, impuseram um ajuste restritivo dos mark ups.

Além disso, a estabilização inflou o nível de alavancagem desejada pelas firmas. Este elevou-se em função da maior previsibilidade introduzida no cálculo econômico em uma economia estável relativamente ao nível de risco em alta inflação, onde verificase um viés para o desendividamento. Esta combinação de fatores operou como força motora do processo de endividamento externo do setor industrial, verificado no período 1990 - 1996.

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

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

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

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

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

ANEXO METODOLOGICO

As informações utilizadas para a análise da trajetória do endividamento externo das firmas industriais foram obtidas junto ao Departamento de Fiscalização e Registros dos Capitais Estrangeiros - FIRCE, Banco Central do Brasil. As referidas informações dizem respeito ao valor captado em dólares, o ano de emissão da dívida, as taxas de juros de referência, se fixa ou flutuante, os spreads pagos, o prazo de amortização dos contratos constantes nos registros das operações de emissão de bônus, notes, Commercial papers e securitização de exportações. As empresas que realizaram as emissões foram classificadas pela origem da propriedade do capital dos grupos controladores. A classificação foi feita utilizando-se informações disponíveis no Balanço Anual da Gazeta Mercantil, no Guia Interinvest do Investimento Estrangeiro no Brasil, no Atlas Financeiro do Brasil e no “Quem é Quem na Economia Brasileira”. A classificação setorial permitiu que fossem separadas as

operações das firmas industriais, que correspondia ao recorte deste trabalho, e serviu de base para a construção da informação decomposta por categoria de uso. O cruzamento das referidas fontes possibilitou, por outro lado, que fossem decompostos os fluxos de endividamento direto pela origem da propriedade do capital das firmas emissoras.

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

BIBLIOGRAFIA

- Almeida, Júlio Sérgio Gomes; Crise Econômica e Restruturação de Empresas e Bancos nos Anos 80, IE/ Unicamp, Tese de Doutorado, Campinas, 1994.
- Auréliio, Marcela Meirelles; “Poupança externa e o financiamento do Desenvolvimento”; Texto para Discussão Nº 496; Ipea; Brasília; Julho de 1997.
- Baer; Mônica; “Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e Restrições para o Financiamento do Desenvolvimento”; Novos Estudos do Cebrap; Nº 42, julho de 1995.
- Bauman; Renato; Rivero, Josefina e Zavattiero, Yohana; “As tarifas de importação no Plano Real”; Mimeo; Cepal; maio de 1997.
- Bielchowsky, Ricardo (a); “Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97”, Brasília, mimeo, Cepal, 1998.
- Bielchowsky, Ricardo (b); “Os investimentos na economia brasileira nos anos noventa - apresentação dos números relevantes”; Brasília, mimeo, Cepal, 1998.
- Calabi, Andrea; Gerald Reiss e Paulo Mansur Levy; Estrutura de capitais e Geração de poupanças internas às firmas.; FIPE, USP, 1979.
- Carta da Sobeete, “Forte Crescimento das Remessas de Lucros e Dividendos”, maio de 1997.
- Carta da Sobeete, “O Mercado de Bônus após A Crise Asiática”; Nº 5; Novembro / Dezembro de 1997
- Cruz, Paulo Roberto Davidoff; Dívida Externa e Política Econômica: A experiência brasileira nos anos setenta. São Paulo, Brasiliense, (Tese de Doutorado); 1984.
- Cruz, Paulo Roberto Davidoff; “Notas sobre o Financiamento de Longo Prazo na Economia Brasileira no Após-Guerra”; in Economia e Sociedade ; Nº 3; Campinas, Unicamp, Dez de 1994.
- Cruz, Paulo Roberto Davidoff; “Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: Os setores público e privado na crise dos anos oitenta”; Nova Economia; Vol. 5, Nº 1, Belo Horizonte, Agosto de 1995.

- Devlin, Robert; Ffrench Davis, Richard e Griffith-Jones, Sthephany; “Repuntes de las corrientes de capital y el desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas”; in Las Nuevas Corrientes Financieiras Hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas; Cepal / El trimestre Económico; Fondo de Cultura Econômica; México, DF; 1995.
- Fanelli, José M.; e Machinea, José L. “El Movimiento de Capitales em Argentina”; Estabilización Macroeconômica, Reforma Estructural y Comportamento Industrial, CEPAL/IDRC, Aliança Editorial, Org. Jorge M. Katz, 1995.
- Ffrench-Davis, Ricardo e Griffith-Jones, Sthephany (orgs); Las Nuevas Corrientes Financieiras Hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas; Cepal / El trimestre Económico; Fondo de Cultura Econômica; México, DF; 1995.
- Ffrench Davis, Ricardo; Manuel Agostin e Andras Uthoff; “Movimientos de Capitales, Estrategia Exportadora y Estabilidad Macroeconômica en Chile”; Las Nuevas Corrientes Financieiras Hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas; Cepal / El trimestre Económico; Fondo de Cultura Econômica; México, DF; Org. Ricardo Ffrench-Davis e Sthephany Griffith-Jones, 1995.
- Filardo, Maria Lúcia Rangel; Fontes de Financiamento das Empresas no Brasil, FEA/USP, São Paulo, 1979.
- Franco, Gustavo Henrique Barroso; O Plano Real e Outros Ensaios; Rio de Janeiro; Ed. Francisco Alves, 1995.
- Franco, Gustavo Henrique Barroso; “A dívida externa acabou”, Publicado em: [Http://www.Bacen.gov.br](http://www.Bacen.gov.br). Consultado em 1998.
- Freitas, M. P. “Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro”, in IPEA/FUNDAP, convênio 13/97, Relatório Final, 1998.
- Frenkel, Roberto e Fanelli, José M. “Estabilidad y Estructura - interacciones en el crecimiento económico”, Estabilización Macroeconômica, Reforma Estructural y Comportamento Industrial, CEPAL/IDRC, Aliança Editorial, Org. Jorge M. Katz, 1995.
- Garcia, Marcio e Barcinski, Alexandre; “Capital Flows to Brasil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls”; Anais do 24 encontro da ANPEC, 1996.
- Gonçalves, Ana Lúcia e Laplane, Mariano; “Dinâmica Recente da Indústria Brasileira e Desenvolvimento Competitivo”, Economia e Sociedade, Nº 3, Unicamp, Campinas, Dez de 1994.
- Khume, Honório; “A política de importação no Plano Real e a Estrutura de proteção efetiva”; Texto para Discussão Nº 423, Ipea; Brasília, maio de 1996.
- Krugman, Paul; “Tulipas holandesas e mercados emergentes”; in Política Externa, Setembro de 1995.
- Laplane, Mariano; Sarti, Fernando “Investimento Direto Estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90”; Mimeo; Neit/Unicamp; Campinas, 1997.
- Lia Haguenaue, Ricardo Markwald; Henry Porche; “Estimativas de valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira (1985 - 1996)”; FUNCEX/IPEA, Mimeo, 1997.
- Margarido, Sergio Pavan; Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de noventa: Construção de novos vínculos financeiros e a emergência de novos riscos; Tese de Mestrado, Campinas; Unicamp; Dezembro de 1997.
- Miranda, José Carlos, “Reestruturação Industrial em um Ambiente de Instabilidade Macroeconômica: O caso do Brasil”, Estabilización Macroeconômica, Reforma Estructural y Comportamento Industrial, CEPAL/IDRC, Aliança Editorial, Org. Jorge M. Katz, 1995.

- Moreira, Maurício Mesquita; Corrêa, Paulo Guilherme; Abertura Comercial e Indústria: O que se Pode Esperar e o que se Vem Obtendo; Texto para Discussão BNDES, Nº 49, BNDES, DEPEC, 1996.
- Pereira, Thiago; “Endividamento externo e o ajuste financeiro da Grande empresa industrial nos anos noventa”; Dissertação de Mestrado; Campinas, Unicamp, maio de 1999.
- Pereira, Thiago Rabelo e Carvalho, Alexandre; “Abertura Comercial, Mark ups setoriais domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações”; Texto para Discussão Nº 571, IPEA, Brasília, julho de 1998.
- Pires de Souza, Francisco Eduardo; “O investimento antes e depois do Plano Real”; UFRJ, Rio de Janeiro, Mimeo, 1996.
- Rodrigues, Rute Imanishi; “Empresas estrangeiras e fusões e aquisições: Os casos dos ramos de Autopeças e de Alimentação/Bebidas em meados dos anos 90”; Texto para Discussão Nº 622; Brasília, Ipea, janeiro de 1999.