

ENDIVIDAMENTO EXTERNO E O AJUSTE FINANCEIRO DA GRANDE EMPRESA INDUSTRIAL NA PRIMEIRA METADE DOS ANOS 90*

Thiago Rabelo Pereira

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social

Av. República do Chile, 100, sala 1.720, Centro, CEP 2031-170, Rio de Janeiro, RJ, Brasil

e-mail: trp@bndes.gov.br

RESUMO O trabalho focaliza o endividamento em moeda estrangeira realizado através da emissão de títulos de dívida direta por parte das grandes firmas industriais privadas na primeira metade dos anos 90 na economia brasileira. Os fluxos financeiros comandados pelas grandes empresas industriais são associados ao movimento de adaptação de seus esquemas de financiamento e dos estoques de obrigações às novas condições de custo, prazo e volume de fundos externos e internos disponíveis. A trajetória de reorganização patrimonial implementada pelas emisoras de bônus do setor industrial nos anos 90 é associada ao processo de mudança do ambiente concorrencial. Este teve como seus principais vetores a reinserção financeira externa, a política de abertura comercial e a estabilização. O presente artigo procura descrever as grandes linhas deste processo de ajustamento financeiro das grandes empresas industriais privadas no período. O ajuste no *mix* de financiamento promoveu a mudança na composição dos estoques de passivos das referidas empresas. 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.

* Este artigo corresponde a tópicos selecionados do capítulo 4 da dissertação de mestrado do autor. Esta foi defendida junto ao IE/Unicamp, sob a orientação do Prof. Dr. Paulo Davidoff Cruz, a quem agradeço as ricas discussões, críticas e sugestões incorporadas neste artigo, isentando-o, como de praxe, dos equívocos remanescentes. Agradeço também as observações e sugestões dos pareceristas que avaliaram o artigo. O trabalho de classificação e organização das bases de informações primárias sobre o endividamento externo foi realizado em cooperação com o técnico do Ipea Giovanni Mello, que realizou projeto pessoal sobre o endividamento via bônus.

Palavras-chave: endividamento externo, ajuste financeiro-patrimonial, financiamento empresarial, fluxos de capital

EXTERNAL DEBT AND FINANCIAL ADJUSTMENT OF LARGE MANUFACTURING FIRMS IN THE FIRST HALF OF THE 1990S

ABSTRACT The paper focuses the process of direct external indebtedness of Brazilian big industrial enterprises in the first half of the nineties. Those financial flows were connected to an adjustment process on the liability side composition of big industrial enterprises balance sheets. The financial adjustment was associated with huge environmental changes that took place in the period. The key environmental factors that fed the process of industrial sector financial adjustment were the changes in the external conditions (mainly related to the degree of top firms access to direct international debt markets), the trade liberalization and the stabilization process.

The companies who had access to external funds through the emission of direct external debt in that period usually increased their leverage standards, relying more intensively on externally owned funds. They used financial debt instruments more intensively in relation to other non-financial forms of debt. They improved the time structure maturity of outstanding debt and also increased the weight of foreign currency denominated obligations in the total amount of financial debt kept on the liability side of balance sheets.

Key words: external debt, financial-patrimonial adjustment, entrepreneurial financing, capital flows

INTRODUÇÃO

Nos anos 90 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 nos 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 grandes linhas do processo de ajustamento financeiro das grandes empresas industriais privadas nesse 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 ditas “emergentes” (Devlin *et al.*, 1995). Eles foram afetados, por outro lado, pelo impacto da queda dos níveis de proteção efetiva (Khume, 1996) e da transformação do ambiente macroeconômico doméstico sobre as decisões de formação de preços, comprimindo as margens potenciais de autofinanciamento das empresas industriais.¹ Os índices de *mark ups* industriais transitaram de um valor médio de 113,8, em 1990, para cerca de 103

em 1993 (Pereira, 1999; 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; 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 90, 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 1990 na economia brasileira, inscreve-se em um quadro geral onde se cruzam determinantes exógenos e fatores internos à economia brasileira. A reinserção da economia nos 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; Margarido, 1997).

A reinserção nos 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).

A seção 1 descreve sucintamente o perfil das emissões de recursos via títulos, focalizando o valor captado, o prazo e as taxas de referência das emissões realizadas pelas firmas industriais no período 1990-1996. A seção 2 descreve o perfil do ajuste financeiro dos emissores de dívida direta. Ela se desdobra, nas subseções 2.1 a 2.3, na análise da evolução de indicadores referentes ao grau de endividamento, liquidez e rentabilidade dos tomadores externos. Na subseção 2.4 são apresentados indicadores que revelam o peso das dívidas financeiras no total dos recursos de terceiros mobilizados, enquanto na subseção 2.5 são analisados indicadores que revelam o peso das dívidas contratadas em moeda estrangeira no total das dívidas financeiras carregadas pelas firmas. Na seção 3 são apresentadas as considerações finais. A seção 4 apresenta um anexo metodológico descrevendo brevemente a origem dos dados primários utilizados e os procedimentos de construção dos indicadores utilizados.

1. AS EMISSÕES EXTERNAS DO SETOR INDUSTRIAL NO PERÍODO 1990-1996

A análise da evolução das captações das firmas industriais na década de 1990 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.²

Ao longo do período 1990-1996, as firmas industriais captaram recursos, em valores acumulados, via emissão de títulos, correspondentes a US\$ 12,3 bilhões (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 63.³ 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

Tabela 1: Brasil 1990-1996 – Emissões de dívida direta nos mercados financeiros internacionais decompostas pela atividade do tomador

Atividade/ano	Em US\$ 1.000							
	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 Firc-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.

das empresas estatais nesse ano representaram 42% do total da dívida direta contraída pelas firmas brasileiras.

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 aproximadamente a 55% do total captado nesse 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 1990-1993. 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 milhão.⁴ Em 1995 e 1996, o volume de recursos captado pela indústria volta a crescer a taxas expressivas, de 45% e 78% ao ano, respectivamente.

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 emis-

Tabela 2: Brasil 1990-1996 – Perfil de prazo das captações do setor industrial

Prazo/meses	Em %						
	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
101 – 150	0,0	0,0	2,2	10,2	2,0	2,5	8,8
> que 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.

sões 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 em prazos superiores a 50 meses. Entre estas, 43% tinham entre 49 e 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 motivados 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 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.⁵ 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. Nesse 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 com taxas fixas. Estas emissões totalizaram cerca de 62% dos valores acumulados das captações no período 1990-1996. Em 1990, a totalidade dos fundos captados diretamente pelo setor industrial foi contratada com taxas flutuantes. No biênio 1991-1992, esta participação se reduziu para 47% e 48%, respectivamente.

A tabela 3 demonstra que, a partir de 1993, a preferência pelas operações com taxas fixas cresce expressivamente. Esse processo ocorre em paralelo ao alongamento do perfil de prazos das emissões. Nesse quadro, as emissões

Tabela 3: Brasil 1990-1996 – Emissões de dívida externa direta da indústria decompostas pelas taxas de referência

	Em %							
Taxa 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.

contratadas com taxas flutuantes reduzem-se expressivamente, caindo para cerca de 22% dos fundos tomados pela indústria.

Esse movimento revela o esforço das firmas para 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. Esse predomínio de operações pactuadas originalmente com 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.⁶

O predomínio do endividamento contratado com taxas fixas revela uma assimetria nas expectativas quanto à evolução futura das taxas de juros. Ele revela, por outro lado, um maior grau de aversão dos tomadores em relação ao risco de uma reversão não antecipada na taxa de juros do mercado internacional no horizonte temporal relevante para a amortização das dívidas. Esse resultado pode ser decorrente da assimetria de informações entre tomadores e investidores sobre a evolução dos mercados internacionais e dos impactos da experiência da “crise da dívida” sobre o formato das “curvas de indiferença” dos demandantes de recursos. Ele pode indicar, ainda, os menores custos de transação dos investidores nos mercados de derivativos, com o que estes podem flexibilizar a estrutura de taxas e moedas de seus ativos com menores custos do que o captador pode fazer *hedge*. O custo adicional das operações com taxa fixa foi aceitável para a maior parte dos demandantes da indústria (mais avessos ao risco de lidar com flutuações inesperadas dos juros do que os investidores).⁷

2. O CICLO DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO E O AJUSTE FINANCEIRO DOS TOMADORES INDUSTRIAIS NO PERÍODO 1990-1996

2.1 O grau de endividamento dos tomadores

As captações de fundos externos no setor industrial inscrevem-se em um processo de ajuste dos estoques de passivos das firmas às novas condições de custos, prazos e volume dos recursos financeiros disponíveis aos grandes tomadores nos anos 90 na economia brasileira. Uma dimensão visível desse movimento aparece como tendência de crescimento do uso de recursos de terceiros no *mix* de financiamento das grandes empresas. Esse 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 dívidas no período 1990-1996, respondendo por cerca de 50% dos fundos captados pela indústria.

A tabela 4 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. Esse 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 desse indicador é positiva ao longo

Tabela 4: Brasil 1991-1996 – Grau de endividamento das firmas industriais captadoras de recursos nos mercados internacionais de bônus

Origem do capital/ano	Recursos de terceiros / recursos totais (em %)					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estatual	34,54	36,73	36,91	31,82	32,19	39,10
Estrangeira	47,58	50,75	54,43	46,77	48,23	52,24
Nacional privada	34,67	38,07	43,16	40,56	41,56	46,18
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.

de todo o período 1990-1996, à exceção da queda verificada em 1994. Nesse 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. Essa forte adaptação do arranjo financeiro utilizado foi caracterizada 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 1990. Esses 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. Esses números revelam uma elevação de 11% na participação de recursos de terceiros relativamente aos recursos totais sob seu controle no período.⁸

2.2 Endividamento e liquidez dos tomadores

O crescente endividamento das empresas industriais foi acompanhado de um movimento de elevação dos indicadores de liquidez das firmas que ingressaram ativamente nos mercados internacionais de bônus. A tabela 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.

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 indicação do grau de exposição a possíveis mudanças correntes nas condições de refinanciamento das dívidas, refletindo o ní-

Tabela 5: Brasil 1991-1996 – Índices de liquidez das firmas industriais tomadoras de recursos externos

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

Índice de liquidez = ativo circulante / passivo circulante. Valor composto pelos índices de diversas empresas ponderados pela participação na receita operacional líquida total do agregado.

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

vel de fragilidade financeira da firma.⁹ 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.¹⁰ 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). Esse 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, roladadas periodicamente para fins de financiamento de capital de giro, por dívidas de maior prazo e menor custo de carregamento.¹¹ A conjugação desses 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.¹² O crescimento dos indicadores de liquidez no contexto de forte recessão e queda dos *mark ups* (Pereira e Carvalho, 1998), no período 1991-1992, não deve espelhar o processo de expansão do capital circulante requerido para ampliar as vendas.¹³ 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.

2.3 Endividamento e rentabilidade

Conforme visto, o primeiro impulso das captações externas esteve associado ao ajuste do *mix* de financiamento do capital de giro às novas condições relativas de oferta de fundos de terceiros externos, internos e próprios (e não ao crescimento absoluto das necessidades de financiamento decorrentes da expansão das vendas) e à aquisição de ativos financeiros domésticos financiada com crédito externo.¹⁴ As condições de oferta dos fundos foram transformadas pela reinserção nos circuitos financeiros internacionais. Posteriormente, a política cambial sinalizou uma queda expressiva do risco cambial nas operações descobertas, em especial de menor prazo. 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. Esse 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. Nesse contexto, inicia-se a alteração do perfil de prazos das captações. Esta é combinada, de forma destacada a partir de 1994, ao esforço da grande empresa de alongar parte do estoque de dívidas, diminuindo a dependência pelas condições de refinanciamento doméstico de curto prazo.

A recuperação gradual da rentabilidade dos tomadores ao longo da década, que transita de valores fortemente negativos para resultados marcadamente positivos no período 1990-1994, refletiu a elevação dos níveis de atividade a partir de 1993. Essa elevação ocorreu a despeito da restrição imposta sobre os *mark ups* praticados no quadro de uma economia aberta às importações.¹⁵ 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. Esse 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, 1998).

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. Nesse ano, as incertezas sobre o formato e a sustentabilidade da estratégia de esta-

Tabela 6: Brasil 1991-1996 – Rentabilidade das firmas industriais emissoras de títulos de dívida direta no exterior

Anos	Lucro Líquido / patrimônio líquido (em %)					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estatual	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.

bilização sugeriam cautela quanto à contratação de dívidas financeiras, especialmente as denominadas em moeda estrangeira.

A queda do uso de recursos de terceiros nos esquemas de financiamento praticados 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, passam de 43,6% para 40,5% no mesmo período. A apreciação da taxa de câmbio real também contribuiu para este resultado, na medida em que 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 1995-1996, 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. Esse 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. Nesse 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 decorrente 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.

2.4 Peso das dívidas financeiras nos estoques de passivos

O ajuste na relação recursos próprios/recursos de terceiros foi acompanhado, em uma economia aberta às importações, de uma tendência de crescimento do peso das dívidas financeiras no conjunto dos estoques de passivos dos tomadores (que incorporam diversas obrigações não onerosas com fornecedores, folha de salário, obrigações tributárias). 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).

O crescimento da alavancagem financeira, em um quadro de alta instabilidade e aceleração inflacionária, foi detonado sob a pressão da queima de parcela dos recursos próprios das firmas. Esse 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 1991-1993. 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. Essa queda foi mais intensa para os tomadores estrangeiros do que para os nacionais. Para os primeiros, essa relação caiu de 50% para 25% entre 1993 e 1994, enquanto para os nacionais 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

Tabela 7: Brasil 1991-1996 – Peso das dívidas financeiras nos estoques de recursos de terceiros usados pelas firmas industriais tomadoras de fundos externos

Anos	Dívidas financeiras / exigível de curto e longo prazo					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estatatal	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 declarado em balanço / total dos recursos de terceiros.

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. Essa 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 1995-1996, 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 1994 e 1996.

2.5 Peso relativo das dívidas denominadas em moeda estrangeira no estoque de dívidas financeiras

O contexto dos primeiros anos da década de 1990 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. Nesse 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 1980). 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 retidos pelas firmas.

A tabela 8 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 1991-1996.¹⁶

A tabela 8 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 reconexão da economia aos circuitos financeiros interna-

Tabela 8: 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
Estatual	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.

cionais privados. A adaptação do perfil dos fundos demandados às novas condições de oferta, na década de 1990, materializou-se na crescente participação da dívida direta denominada em moeda estrangeira na composição dos estoques de dívidas financeiras retidos 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 no período 1990-1996 responderam por cerca de 50% das emissões externas de bônus). Essa 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 dos 23,2%.¹⁷

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. Nesse ano, 66,7% do passivo financeiro das empresas estrangeiras era composto por recursos tomados no mercado internacional. Essa 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 essa queda foi paralela ao expressivo crescimento de 47% de seus estoques de dívidas externas diretas. As empresas estrangeiras 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. Elas 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 1995.¹⁸

As expressivas mudanças na composição das moedas de denominação das dívidas (domésticas ou externas) foram produzidas em um quadro ten-

dencial 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 1991-1993, da participação relativa das dívidas diretas denominadas em moeda estrangeira no conjunto dos estoques de dívidas financeiras carregados pelas firmas. Essa relação subiu progressivamente até atingir o pico em 1993. Nesse ano, cerca de 27% das dívidas financeiras das firmas privadas contempladas na amostra decorriam da emissão de bônus no exterior. Essa participação relativa manteve-se estável no triênio 1993-1995 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 elas aproveitaram as oportunidades de “arbitragem” e de redefinição dos esquemas de financiamento a partir de uma estratégia defensiva relativamente avessa ao risco.¹⁹ 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 quanto à sustentabilidade do *mix* de políticas macroeconômicas e ao financiamento dos déficits em transações correntes, operou como uma trava efetiva à expansão mais pronunciada do endividamento em moeda estrangeira.²⁰ 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) com a 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 1990-1992 (sugerindo que as firmas ativas no mercado de bônus possuíam, em termos médios, no início da década de 1990, 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*. Sob a 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.²¹

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 adiantados pelos fornecedores, assim como salários, quanto mais veloz o ritmo de giro dos estoques maior o prazo de aplicação dos recursos de custo zero em ativos indexados, maiores os ganhos financeiros decorrentes da apropriação do *float*, da desvalorização inflacionária da moeda, por parte das firmas industriais).²²

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. Esse 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). Esse 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, 1999).

Nesse 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 (decorrente 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). Nessas circunstâncias, o peso das emissões externas efetuadas 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 no período 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. Esses recursos, além de realizar a consolidação financeira dos investimentos planejados, serviram para alongar o perfil de maturação das dívidas velhas — 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, estabilização monetária (principais vetores da transfor-

mação do ambiente concorrencial da indústria na década de 1990), 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.

No contexto de uma economia em processo de liberalização comercial, a percepção das empresas líderes sobre o custo implícito do autofinanciamento eleva-se na exata medida da erosão de seu poder de mercado. *Ceteris paribus*, esse movimento se espelha em mudanças nos graus de alavancagem (recursos próprios/terceiros) desejados.

A reinserção nos mercados financeiros internacionais e as políticas domésticas de juros, crédito e câmbio, por outro lado, afetaram fortemente, no Brasil dos anos 90, o cálculo sobre os esquemas de financiamento desejados. A mudança nas condições de acesso a esses mercados alterou a percepção dos tomadores locais de primeira linha sobre os custos relativos dos fundos de terceiros, via captações nos mercados de créditos e de capitais locais e no exterior. Desta forma, estes fatores afetam os graus de alavancagem desejados e as modalidades de aporte de fundos mais intensivamente utilizadas pelas empresas, assim como as respectivas moedas de denominação, taxas de referência e o prazos dos recursos levantados.²³

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. Esse ajustamento às 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 da economia aberta (que propiciou uma queda abrupta de rentabilidade no capital próprio das firmas industriais) foi paralelo ao processo de financeirização dos seus estoques de passivo (crescimento da relação dívidas financeiras/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 carregados pela grande empresa industrial privada.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sob a ótica dos esquemas de financiamento empresarial, este quadro de reinserção nos 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 1990, 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 desejado 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 se verifica um viés para o desendividamento. Essa 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 1990. As linhas mestras do ajustamento financeiro perseguido pela grande empresa privada no período 1990-1996 traduziram-se no uso mais intenso de recursos de terceiros relativamente aos fundos próprios, na tendência de “financeirização” do passivo, no crescimento das dívidas financeiras contratadas em moeda estrangeira em relação às contratadas em moeda doméstica, além de associar-se a alterações no perfil de maturidade das dívidas, gerando a menor dependência das condições de refinanciamento de curto prazo. A compressão das margens de autofinanciamento do setor industrial decorreu de fatores conjunturais, ligados a

contextos recessivos (1990-1992) e de baixo dinamismo (1995-1997), 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 identificação das tendências de ajustamento na composição dos estoques de passivos dos devedores em moeda estrangeira, descritas ao longo dos anos 90, é importante insumo para a discussão sobre a dinâmica financeira subjacente à mudança e adaptação ao novo regime cambial. A mudança 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 industriais endividadas em moeda estrangeira usualmente possuíam uma confortável posição de liquidez, o que viabilizou estratégias de proteção diversas. Parte expressiva dos tomadores realizou remessas, visando adquirir ativos financeiros denominados em moeda estrangeira, ou visando promover a liquidação antecipada das operações. Parte dos devedores capturou parte do deságio precificado nos mercados secundários de dívidas nos contextos de crise.²⁴ Parte dos devedores encontrou proteção elevando a participação dos títulos públicos indexados a taxa de câmbio em suas carteiras ou assumindo posições no mercado futuro contra bancos oficiais. A flexibilidade decorrente da confortável posição de liquidez dos tomadores, dos níveis comparativamente baixos de alavancagem e do perfil de prazos dos fundos permitiu amortecer o impacto patrimonial da desvalorização sobre o setor privado, o que é importante elemento de diferenciação entre a experiência brasileira e a que foi vivida por alguns países asiáticos, por exemplo.²⁵

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 às fontes internas e externas, comandou parte da dinâmica financeira industrial privada.

O cenário que emergiu na década de 1990, decorrente de fatores exógenos e da condução das políticas domésticas, criou um viés pelo endividamento empresarial e, especialmente, pelo endividamento em moeda estrangeira. Vale lembrar que a estrutura de prazos dos recursos tomados foi progressivamente alongada durante a década, e as emissões externas foram concentradas nas operações pactuadas a taxas fixas. Esse 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.

4. ANEXO METODOLÓGICO:

AS INFORMAÇÕES SOBRE O ENDIVIDAMENTO EXTERNO

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 correspondem 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 permitiram 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.

NOTAS

1. O cálculo empresarial sobre o grau de alavancagem, a composição das moedas de denominação, o perfil de prazos e taxas de referência dos fundos de terceiros demandados é guiado pelo esforço de minimizar os custos globais esperados do financiamento da carteira de ativos. Esse cálculo depende das condições contratuais de volume, custo e prazo dos recursos externos disponíveis à firma e do volume e custo implícito dos fundos disponíveis pela via do autofinanciamento. As condições contratuais de captação devem ser ajustadas pela percepção dos níveis de risco envolvidos no carregamento dos estoques de passivos. O custo implícito dos empréstimos eleva-se em função do grau de endividamento, e depende do perfil de taxas, prazos e moedas de denominação das dívidas relativamente ao grau de liquidez e moedas de denominação da carteira de ativos, assim como do grau de estabilidade e composição de moedas do fluxo de receitas esperadas.

A formação de preços das empresas líderes, em oligopólio, ao afetar as margens de retenção interna de fundos, inscreve-se em um cálculo estratégico sobre o desenho dos esquemas de financiamento requeridos para minimizar o custo de implementação dos seus planos de expansão a longo prazo (Eichner, 1976). Alfred Eichner examina o cálculo financeiro das grandes empresas — como mobilizar os fundos requeridos para viabilizar os planos de expansão — articulando as decisões de inversão, de gerenciamento das estruturas passivas e formação de preços. Na visão desse autor, as decisões de investimento das grandes corporações estão intrinsecamente ligadas às decisões de financiamento, e estas às decisões de preços. Nesta perspectiva, as grandes empresas definem o nível dos *mark ups* praticados visando minimizar o custo esperado de captação dos recursos requeridos para viabilizar seus projetos de expansão. O *mark up* praticado representaria aquele capaz de equalizar, na margem, o custo esperado da captação de recursos entre fontes externas, oriundas do crédito de longo prazo ou de emissões junto ao

mercado de capitais, e internas às firmas, pela retenção de lucros. O custo implícito de alavancar fundos pela via do autofinanciamento, pelo manejo de margens, está associado à intensidade esperada do efeito de desaceleração das vendas a longo prazo, do risco de atração de outros concorrentes, ou de retaliação governamental. Em contextos de racionamento do crédito, quando “secam” as fontes de recursos externos às empresas, o manejo dos *mark ups* visando ampliar o potencial de autofinanciamento no horizonte relevante para a implementação dos projetos pode ser a única alternativa para empresas visando acelerar seu ritmo de crescimento. Ver Eichner (1976), ou ainda Pereira (1999).

2. A relevância desta modalidade de captação para a indústria pode ser constatada a partir de uma rápida comparação com o montante dos fluxos de investimento direto estrangeiro dirigidos a segmentos industriais no período recente. No ano de 1996, a Firce (Censo de Capitais Estrangeiros) estima que, dos US\$ 7,6 bilhões que ingressaram no país, US\$ 1,7 bilhão foram direcionados diretamente a empresas industriais. Nesse ano, a emissão externa de títulos da indústria atingiu a cifra de US\$ 2,9 bilhões. O volume de investimento médio anual estimado para o setor industrial no período 1995-1997 correspondeu, segundo Bielchowsky (1998b), a cerca de US\$ 23 bilhões. Desta forma, o valor captado no exterior em 1996, exclusive repasses bancários via operação 63, forneceu um potencial de cobertura aproximado de até 12% de todo o esforço de investimento planejado pela indústria em termos médios no período em tela.
3. As operações realizadas sob o amparo da Resolução 63 do Banco Central, de agosto de 1967, são aquelas em que o endividamento em moeda estrangeira das instituições financeiras é realizado visando o repasse “picado” a tomadores locais.
4. A queda das emissões em 1994, cujas razões serão abordadas posteriormente com mais profundidade, está associada, por um lado, ao excepcional desempenho dos fundos internos às firmas, nesse ano de forte expansão do produto, após um intenso processo recessivo no início da década. Este fator foi combinado, por outro lado, ao impacto das incertezas sobre o futuro da economia, decorrentes da preparação de um novo plano de estabilização, em particular no que tange a nova política cambial — o que inflou o componente do custo implícito das emissões associado ao risco cambial — afugentando uma parcela dos emissores dos mercados externos.
5. Nos contextos de turbulência dos mercados financeiros internacionais, na crise mexicana de 1995 e no início da crise asiática, em dezembro de 1997, o Bacen reagiu ao movimento de perda de reservas e fuga de capitais através da elevação da taxa de juros, visando inflar o *coupon* cambial, da redução dos prazos mínimos de vencimento dos empréstimos externos exigida pela Firce de 24 para 12 meses, visando estimular operações de arbitragem e o refinanciamento de empresas com bônus por vencer e que prefeririam aguardar as condições futuras para efetuar a rolagem dos papéis em prazos mais longos. Por outro lado, a Secretaria do Tesouro Nacional ampliou a oferta de títulos públicos indexados ao câmbio, que oferecem ganhos de arbitragem livres do risco cambial, e sinalizam o comprometimento com a manutenção das bases da política cambial. Adicionalmente, foram flexibilizadas as regras que regem as operações bancárias visando o repasse, permitindo aos bancos usarem recursos captados via “63 rural” na aquisição de NTND's, títulos com correção cambial. Nestas condições, a taxa de juros dos títulos

cambiais do Tesouro Nacional acabam operando como taxa básica para as operações de repasse via 63. Para uma análise detalhada das regras referentes a emissões externas, ver Margarido (1997) e Freitas (1999).

6. Quando capta recursos denominados em moeda estrangeira, a empresa assume o risco cambial de verificar uma variação não antecipada das paridades nos prazos relevantes, inflar o peso de carregamento dos passivos contratados, ou assume os custos de fazer uma operação de *hedge*. Além disto, o tomador precisa optar pelas taxas de referência do contrato. Se o demandante de fundos espera uma queda das taxas de juros externas no futuro relevante, *ceteris paribus*, ele deve preferir operações com taxas flutuantes. Por outro lado, se o tomador espera taxas maiores no futuro, ele tem incentivos para demandar fundos com taxa fixa. Simetricamente, as expectativas dos investidores sobre a evolução das taxas de juros no futuro balizam suas decisões sobre o nível dos *spreads* desejados. Elas definem o adicional de risco embutido no preço cobrado para realizar operações com taxas fixas ao invés de taxas flutuantes. Essa remuneração adicional é requerida para o investidor não transferir o risco de “preço” para o tomador de fundos. Esta diferença reflete, claramente, o grau de confiança do investidor em relação à evolução esperada das taxas de juros internacionais e/ou o custo percebido de fazer *hedge* junto ao mercado.
7. Sob a ótica de um investidor externo que compra um título de dívida, o risco de que as taxas de juros internacionais oscilem de forma não antecipada se reflete no risco de assistir uma variação do preço de mercado de seus ativos. Os preços dos papéis são afetados diferenciadamente por mudanças nas taxas de juros internacionais se estas forem obrigações pactuadas a taxas de juros fixas ou flutuantes, *fixed* ou *floating interest rate notes*. Sob taxas fixas, uma elevação não antecipada das taxas de juros de curto prazo deprime automaticamente o valor presente dos rendimentos nominais fixos. No caso de obrigações pactuadas a taxas flutuantes, o valor presente dos ativos é afetado indiretamente, através do efeito de crescimento do risco de crédito — de que o devedor não seja capaz de saldar os compromissos. O mesmo mecanismo vale para o risco de câmbio, que em tese foi transferido para o tomador em moeda estrangeira, mas que indiretamente se transforma em maior nível do risco de crédito.
8. As empresas estatais em tela (Petrobrás e Vale do Rio Doce) apresentam flutuações bem menos pronunciadas no seu *mix* de financiamento relativamente às firmas nacionais privadas e estrangeiras. Este padrão de comportamento está associado a um conjunto de políticas e a regras decisórias que envolvem outra ordem de considerações do que aquelas contidas no cálculo empresarial privado.
9. A elevação do referido índice retrata a queda dos níveis de fragilidade financeira, sendo o inverso evidentemente verdadeiro. Um baixo índice de liquidez revela que a firma possui mais dívidas de curto prazo do que ativos de curto prazo. Isto sugere que a manutenção de suas operações depende do refinanciamento das dívidas velhas (ou da venda de ativos não líquidos a curto prazo, o que supõe perda patrimonial). Essa dependência de curto prazo pelo refinanciamento estreita os graus de liberdade da gestão financeira em contextos de deterioração das condições de custo, prazo e volume dos fundos ofertados, tornando a demanda por crédito juros inelástica. Cabe salientar, por

outro lado, que o crescimento dos graus de exposição em moeda estrangeira eleva a vulnerabilidade das posições patrimoniais a oscilações abruptas e não adequadamente antecipadas da taxa de câmbio. No caso brasileiro, entretanto, a confortável posição de liquidez permitiu às empresas, diante de uma desvalorização que foi antecipada pelo mercado em 1999, reduzir sua exposição em moeda estrangeira, com o que a solvência dos tomadores foi, regra geral, preservada.

10. A análise combinada dos indicadores de endividamento e liquidez para a década de 1970 sugere que as grandes empresas privadas, via de regra, captavam recursos a despeito de disporem de elevadas margens de autofinanciamento (Filardo, 1979). Muitas vezes, o nível de endividamento se eleva em paralelo à elevação dos níveis de liquidez (como na década de 1990) e à aceleração da captação externa. Isto sugere que a captação externa, além de dar elasticidade ao gasto, operou como forma de elevar a rentabilidade de firmas que, muitas vezes, dispunham de recursos próprios líquidos que poderiam ser utilizados para realizar a consolidação financeira do esforço de inversão em capital fixo.
11. O prazo mínimo permitido pela Firce para a emissão de dívida externa foi definido usualmente em 24 meses, com variações tópicas ao longo do período. Ver, para uma análise sobre a evolução das políticas referentes aos fluxos de capital, Margarido (1997).
12. Garcia e Barcinsky (1996) mostram que os diferenciais de juros interno e externo no período em questão abrem amplas oportunidades de arbitragem, seja nas operações descobertas (onde o tomador assume o risco cambial), seja nas operações cobertas pelo risco cambial.
13. A presença de elevados níveis de liquidez das firmas domésticas endividadas em moeda estrangeira (através da emissão de títulos de dívidas negociáveis em mercados secundários pactuados em grande parte com cláusulas de *put* e *call*, que permitem o pagamento antecipado das obrigações) eleva o potencial de instabilidade dos mercados de câmbio domésticos. As firmas devedoras, em contextos de crise nos mercados financeiros internacionais, podem ajustar rapidamente sua composição patrimonial. Elas podem desfazer-se de ativos financeiros líquidos domésticos para comprar moeda estrangeira e remeter ao exterior, visando recomprar os seus títulos de dívida com deságio. Nesse tipo de transação, a firma abate parte do seu passivo em moeda estrangeira e livra-se de parcela do risco cambial. Nesse quadro, a mudança do estado de convenções que regem o comportamento de investidores institucionais alavancados nos mercados emergentes (que possuem ações, aplicações em renda fixa e títulos de dívida de empresas brasileiras em carteira) desencadeia uma crise de confiança na sustentabilidade das condições de financiamento do déficit em transações correntes (e das regras de política cambial), promovendo a queda dos preços dos bônus em mercados secundários (em função do maior risco do credor percebido). Nesse quadro, os tomadores privados podem se apropriar da queda do preço desses ativos através da desvalorização dos seus estoques de dívidas em moeda estrangeira nos mercados secundários, com o que, entretanto, é reforçado, sob a ótica macroeconômica, o movimento de manada em direção à moeda estrangeira. O ataque especulativo pode culminar no *overshooting* da taxa de câmbio, que de “sobrevalorizada” passa abruptamente para a condição de fortemente “subdesvalorizada” (em relação ao patamar consistente com a manutenção de uma trajetória intertemporal-

mente sustentável de financiamento dos déficits em transações correntes) se a autoridade monetária é forçada a fazer uma desvalorização em uma posição de fragilidade perante o mercado. O resultado de uma desvalorização desordenada sob a ótica micro pode ser, *ex post*, o de elevar o peso, em moeda doméstica, de carregar os estoques remanescentes (que não foram abatidos ou pagos adiantadamente) da dívida emitida externamente para as firmas descasadas. (“Empresas brasileiras vêem títulos desabar no exterior” e “Recompra dá lucro, mas eleva as saídas”, Folha de S. Paulo, 18/9/1998.)

14. A arbitragem com o diferencial de taxas de juros pode gerar, *ex post*, vultosos prejuízos para as firmas que assumem uma posição descoberta e vêem suas expectativas sobre a evolução do câmbio frustradas. O risco cambial, neste sentido, opera como referência-chave para explicar os fluxos de curto prazo desencadeados a partir dos diferenciais de juros básicos. A percepção empresarial do custo implícito do endividamento externo de curto prazo deve cair significativamente quando a política cambial, em contextos de alta inflação, passa a ser pautada por uma regra que visa estabilizar a taxa de câmbio real *ex post*. Na economia brasileira na década de 1990, esta inflexão foi operada a partir da política cambial implementada na gestão Marcílio Marques Moreira, a partir de setembro/outubro de 1991. Ver, sobre este ponto, Margarido (1997).
15. A rentabilidade do capital próprio depende, evidentemente, do nível de utilização da capacidade instalada, dos *mark ups* praticados e do custo financeiro de carregamento dos passivos.
16. As referidas estimativas foram obtidas a partir do confronto do somatório setorial dos estoques de dívidas financeiras declarados em balanço, convertidas em dólar pela taxa de câmbio de 31/12 de cada ano, e do somatório do estoque de dívidas externas diretas carregado por firma. Este foi calculado com base nas informações sobre data de emissão e prazo de carência e amortização das *securities* lançadas entre 1990 e 1996 (que poderiam estar viesando o cálculo caso as cláusulas de *put e call* presentes em grande parte dos papéis estivessem sendo utilizadas no período, o que diminui o prazo efetivo dos empréstimos). Como as firmas podiam reter estoques de dívidas velhos e podem ter realizado operações de captação via crédito bancário externo e, no caso das exportadoras, possuem adiantamentos de contrato de câmbio em carteira (dívida denominada em dólar), as referidas informações devem estar subestimando o peso do conjunto das dívidas externas nos estoques globais de dívidas carregados pelas firmas. As referidas informações cobrem uma amostra de empresas tomadoras, responsáveis por cerca de 50% das captações da indústria, não sendo generalizáveis para o conjunto dos setores, referindo-se apenas à participação das firmas com inserção ativa e direta nos mercados financeiros internacionais. (Não incluem repasses bancários realizados via Resolução 63.)
17. No ano de 1994, a participação relativa do endividamento externo nos estoques de dívidas cai suavemente, de 27,5% para 26,7%. Caso seja ponderado o movimento de apreciação da taxa de câmbio real, entre 1990 e 1993, acelerado em 1994, pode-se ver que a referida queda produziu-se em um quadro de maior ritmo de expansão do endividamento externo, calculado em moeda estrangeira, do que da dívida bancária interna, calculada em reais. Em 1996, por outro lado, parece ocorrer uma inflexão dessa tendência,

- de forma que a taxa de crescimento da dívida em moeda estrangeira, que atinge expressivos 25% entre 1995 e 1996, foi inferior à taxa de expansão do crédito interno contratado. Isto fez cair o peso das dívidas diretas denominadas em moeda estrangeira relativamente aos estoques de dívidas retidos pelas firmas privadas. Essa relação transita de 28,2% em 1995 para 23,2% em 1996. A despeito desse repique localizado, fica clara a tendência de crescimento da participação das dívidas externas na composição dos estoques de passivos financeiros dos tomadores industriais no triênio 1990-1993. Essa razão se estabiliza até 1995 e recua suavemente em 1996.
18. Para uma análise sobre as diferenças nas condições de acesso das empresas nacionais e estrangeiras aos canais de financiamento externo, ver Pereira (1999).
 19. Não se pode deixar de lado o fato óbvio de que o risco cambial (de variações não esperadas na taxa de câmbio que afetem o custo de carregar as dívidas contratadas em moeda estrangeira, sem variações correspondentes do lado das operações ativas), assumido em operações descobertas, impõe um custo implícito ao tomador que inibe o aprofundamento das captações e da “dolarização” do passivo perante os diferenciais de curto prazo das taxas de juros.
 20. É preciso lembrar que os desembolsos do BNDES crescem expressivamente no período e que, nas conjunturas de queda das taxas de juros domésticas, a TJLP, cujo nível flutua de acordo com uma cesta de taxas de juros domésticas e dos *bradies* brasileiros, aparecia como alternativa competitiva para a captação das empresas industriais. Isto é especialmente relevante se a incerteza sobre o cenário externo definia posturas conservadoras na escolha dos níveis de exposição em moeda estrangeira aceitáveis para as firmas privadas. Além disto, as estimativas apresentadas não incorporam as operações de repasse via Resolução 63, créditos bancários diretos no exterior, ACC's e financiamento às importações.
 21. O resultado financeiro líquido, soma de receitas e despesas financeiras, apresentado por uma empresa depende da razão entre ativos financeiros e passivos vinculados à taxa de juros de curto prazo doméstica e do nível desta taxa. Se a empresa possui mais dívidas do que ativos vinculados à taxa de juros doméstica de curto prazo, a sua elevação deteriora o resultado financeiro obtido. Por outro lado, se a firma carrega mais ativos financeiros líquidos do que dívidas vinculadas a esta taxa (seja porque ela possui poucas dívidas totais ou porque o perfil do seu endividamento é de longo prazo e não atrelado à taxa de juros doméstica de curto prazo), seu resultado financeiro será positivamente afetado por uma elevação das taxas de juros domésticas. A fortíssima elevação das taxas de juros domésticas incide diferenciadamente sobre as firmas, dependendo de sua posição patrimonial. O endividamento externo com prazos mais longos e taxa fixa em moeda estrangeira opera como forma de isolar o resultado financeiro da firma dos choques das taxas de juros internas.
 22. Para uma discussão sobre como a superindexação coordenada, incentivada pela criação da URV no quadro de implementação do Plano Real, permitiu uma transição para a estabilidade capaz de preservar, em um cenário desprovido das receitas inflacionárias, a mesma estrutura de rendimentos relativos auferida sob condições de alta inflação, via precificação do *float* dentro das cadeias produtivas, ver Franco (1995).

23. Para uma discussão conceitual mais detalhada sobre as bases do cálculo financeiro implícito na formação de preços e no gerenciamento dos passivos em oligopólio, visando subsidiar conceitualmente a discussão estilizada sobre o perfil do ajuste financeiro das empresas líderes no Brasil na primeira metade dos anos 90, ver Pereira (1999).
24. Na perspectiva de um investidor externo que aplique em títulos de dívida de empresas brasileiras, a crise cambial impõe uma elevação do prêmio de risco cobrado para carregar esses papéis. A despeito das dívidas serem denominadas em moeda estrangeira, não havendo, na ótica do investidor, um risco de descasamento de moedas, a desvalorização amplia indiretamente o risco de *default* do tomador. Isto eleva, portanto, o risco de crédito — de que o devedor não tenha capacidade de honrar os compromissos contratuais. O risco de câmbio assumido pelo tomador amplia indiretamente o risco de crédito a que o investidor está exposto. Essa pressão sobre o prêmio de risco é alimentada, por outro lado, pela percepção de que a crise pode deflagrar a imposição de mecanismos de controle travando a saída de capitais. Estes representam, sob a ótica do investidor externo, uma desvalorização de seus ativos em moeda estrangeira (mesmo que ele não assuma posições expostas ao risco cambial). Esse componente de risco é precificado nos mercados secundários, forçando uma desvalorização dos títulos de dívida. O componente de risco a que está exposto o investidor não elimina as obrigações do devedor em moeda estrangeira. Este terá de continuar depositando os reais correspondentes junto às autoridades monetárias que travam a remessa das divisas. Sob a ótica do devedor, o risco relevante diz respeito ao descasamento entre moedas de denominação de dívidas e ativos. A assimetria dos efeitos da imposição de controles de capital sobre os ativos dos investidores e os passivos dos tomadores abre espaço para que as empresas endividadas, em contextos de crise, caso exibam uma posição de liquidez confortável ou disponham de acesso a financiamento interno de curto prazo, possam capturar parte desse deságio através da recompra de seus papéis em mercados secundários. Esse movimento reforça a pressão sobre o mercado de câmbio e opera como um dos canais através dos quais se dão expressivas saídas de capital durante a crise cambial.
25. Para uma comparação dos níveis de alavancagem médios prevalentes nas empresas não financeiras de países acometidos por crises cambiais recentes, ver Kim (1999).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, J. S. G. (1994) “Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80”, Tese de doutoramento. Campinas: IE/Unicamp.
- AURÉLIO, M. M. (1997) “Poupança externa e o financiamento do desenvolvimento”. Texto para discussão n. 496. Brasília: Ipea, jul.
- BAER, M. (1995) “Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições para o financiamento do desenvolvimento”. *Novos estudos do Cebrap*, n. 42, jul.
- BAUMAN, R., RIVERO, J., ZAVATTIERO, Y. (1997) “As tarifas de importação no Plano Real”. Cepal, mai. (mimeo).
- BIELSCHOWSKY, R. (1998a) “Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o miniciclo de modernizações, 1995-1997”. Brasília: Cepal (mimeo).

- (1998b) “Os investimentos na economia brasileira nos anos 90: apresentação dos números relevantes”. Brasília: Cepal (mimeo).
- CALABI, A., REISS, G., LEVY, P. M. (1979) *Estrutura de capitais e geração de poupanças internas às firmas*. São Paulo: Fipe/USP.
- CARTA DA SOBEET (1997) “Forte crescimento das remessas de lucros e dividendos”, mai.
- (1997) “O mercado de bônus após a crise asiática”, n. 5, nov./dez.
- CRUZ, P. R. D. (1984) *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos 70*. Tese de doutoramento. São Paulo: Brasiliense.
- (1994) “Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira no pós-guerra”. *Economia e Sociedade*, n. 3. Campinas: Unicamp, dez.
- (1995) “Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos 80”. *Nova Economia*, v. 5, n. 1. Belo Horizonte, ago.
- DEVLIN, R., DAVIS, F. R., GRIFFITH-JONES, S. (1995) “Repuntes de las corrientes de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas”. In: *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas*. México, DF: Cepal / El trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica.
- EICHNER, A. S. (1976) *The Megacorp and Oligopoly: Micro-Foundations of Macro-Dynamics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- FANELLI, J. M., MACHINEA, J. L. (1995) “El movimiento de capitales em Argentina”. In: Jorge M. Katz (org.) *Estabilización macroeconómica, reforma estructural y comportamiento industrial*. México: Cepal/IDRC, Aliança Editorial.
- FRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (org.) (1995) *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas*. México, DF: Cepal / El trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica.
- , M. A., ANDRAS UTHOFF, A. (1995) “Movimientos de capitales: estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile”. In: Ricardo French-Davis, Sthephany Griffith-Jones (org.). *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas*. México, DF: Cepal / El trimestre Económico, Fondo de Cultura Económica.
- FRENKEL (1979) “Decisiones de precios en alta inflación”. *Estudios Cedes*.
- FILARDO, M. L. R. (1979) *Fontes de financiamento das empresas no Brasil*. São Paulo: FEA/USP.
- FRANCO, G. H. B. (1995) *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves.
- “A dívida externa acabou”. Publicado em: <http://www.bacen.gov.br>, consultado em 1998.
- FREITAS, M. P. (1998) “Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro”. Relatório final do Ipea/Fundap, convênio 13/97.
- FRENKEL, R., FANELLI, J. M. (1995) “Estabilidad y estructura: interacciones en el crecimiento económico”. In: Jorge M. Katz (org.) *Estabilización macroeconómica, reforma estructural y comportamiento industrial*. México: Cepal/IDRC, Aliança Editorial.

- GARCIA, M., BARCINSKI, A. (1996) “Capital flows to Brasil in the nineties: macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls”. *Anais do 24º encontro da Anpec*.
- GONÇALVES, A. L., LAPLANE, M. (1994) “Dinâmica recente da indústria brasileira e desenvolvimento competitivo”. *Economia e Sociedade*, n. 3. Campinas: Unicamp, dez.
- HAGUENAUER, L. MARKWALD, R., PORCHE, H. (1997) “Estimativas de valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira (1985-1996)”. Funcex/Ipea (mimeo).
- KHUME, H. (1996) “A política de importação no Plano Real e a estrutura de proteção efetiva”. Texto para discussão n. 423. Brasília: Ipea, mai.
- KIM, SE-JIK, STONE, M. R. (1999) “Corporate Leverage, Bankruptcy, and output adjustment in post-crises East Asia”. IMF Working paper, Oct.
- KRUGMAN, P. (1995) “Tulipas holandesas e mercados emergentes”. In: *Política externa*, set.
- LAPLANE, M., SARTI, F. (1997) “Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90”. Campinas: Neit/Unicamp (mimeo).
- MARGARIDO, S. P. (1997) *Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de 1990: construção de novos vínculos financeiros e a emergência de novos riscos*, Tese de mestrado. Campinas: Unicamp, dez.
- MIRANDA, J. C. (1995) “Reestruturação industrial em um ambiente de instabilidade macroeconômica: o caso do Brasil”. In: Jorge M. Katz (org.), *Estabilización macroeconômica, reforma estructural y comportamiento industrial*. México: Cepal/IDRC: Aliança Editorial.
- MOREIRA, M. M., CORRÊA, P. G. (1996) *Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo*. Texto para discussão BNDES, n. 49. BNDES/Depec.
- PEREIRA, T. (1999) “Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa”. Dissertação de mestrado. Campinas: Unicamp, mai.
- , CARVALHO, A. (1998) “Abertura comercial, *mark ups* setoriais domésticos e rentabilidade relativa das exportações”. Texto para discussão n. 571, Brasília: Ipea, jul.
- PIRES DE SOUZA, F. E. (1996) “O investimento antes e depois do Plano Real”. Rio de Janeiro: UFRJ (mimeo).
- RODRIGUES, R. I. (1999) “Empresas estrangeiras e fusões e aquisições: os casos dos ramos de autopeças e de alimentação/bebidas em meados dos anos 90”. Texto para discussão n. 622. Brasília: Ipea, jan.