

Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira¹

Thiago Rabelo Pereira

Introdução

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

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

Neste cenário, as instituições e práticas empresariais foram adaptadas para garantir a reprodução das economias em condições de elevada instabilidade macroeconômica. O conjunto das adaptações nas práticas empresariais e nas instituições realizadas visando garantir a sobrevivência e a preservação da atividade econômica foi batizado como um regime de alta inflação (Frenkel, 1979; Cardim de Carvalho, 1990).

Este artigo procura reconstituir e interpretar, em suas grandes linhas, a trajetória descrita pelos esquemas de financiamento das grandes empresas

(1) Este artigo representa uma versão resumida dos capítulos 2 e 3 da Dissertação de Mestrado do autor, defendida junto ao Instituto de Economia da UNICAMP.

industriais na economia brasileira no período compreendido entre 1985 e 1998. Para tanto ele procura fornecer uma moldura conceitual com as referências teóricas básicas que informam à discussão sobre as relações entre as decisões de formação de preços e de financiamento empresarial. Neste período, grosso modo, as decisões de preço e de financiamento foram tomadas em ambientes que combinavam alta instabilidade, economia protegida e racionamento do crédito externo (1985/90) alta instabilidade, flexibilização do crédito externo e economia aberta (1990/94); e em contextos de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização (1994/98). O artigo discute os contornos gerais do processo de ajustamento financeiro/patrimonial das grandes empresas industriais privadas às mudanças de cenários descritas de forma estilizada na periodização acima. Este esforço requer que se transite progressivamente do plano teórico para o empírico, investigando as tendências fundamentais descritas pelos mark-ups industriais e pelos esquemas de financiamento das grandes empresas.

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

O conceito de um regime de alta inflação descreve o arranjo particular das instituições e regras decisórias empresariais que viabilizaram a reprodução das economias latino-americanas sob condições de taxas elevadas e persistentes de inflação. A adaptação ao ambiente de profunda instabilidade inflacionária realizou-se pela proliferação e sofisticação de mecanismos formais e informais de indexação de preços, salários e ativos financeiros. Estas mudanças nas instituições combinaram-se à adaptação defensiva operada no cálculo empresarial. A mutação nas instituições e o encurtamento defensivo do horizonte de cálculo empresarial – afetando suas decisões de inversão, formação de preços e financiamento – são as duas dimensões fundamentais na caracterização da especificidade das economias que atravessaram longos períodos de inflação elevada – capturada tentativamente pelo conceito de um regime de alta inflação.²

2. O viés “curto-prazista” das decisões empresariais

As decisões das firmas, em alta inflação, refletem a tentativa de esquivar-se dos riscos de desvalorização patrimonial. Isto introduz um viés “curto-prazista” na demanda por ativos e desincentiva o endividamento. O perfil

(2) Para uma discussão sobre o conceito de regime de alta inflação, ver, por exemplo, Cardim de Carvalho (1990).

da demanda por ativos financeiros se ajusta ao contexto de elevado risco, decorrente do ambiente de alta inflação. Esta concentra-se em instrumentos de curto prazo e alta liquidez, denominados em moeda estrangeira ou indexados a algum índice de preços, usualmente lastreados na dívida pública.³ A demanda por moeda não indexada retrai-se fortemente (M1/PIB tende a cair significativamente). Neste contexto são geradas inovações financeiras que permitem implementar a substituição de depósitos à vista por ativos indexados nos porta-fólios das firmas, ou verifica-se uma fuga para ativos denominados em moeda estrangeira.⁴ Os aplicadores embutem prêmios de risco crescentes para coibir a conversão de seus estoques de riqueza líquida em ativos no exterior ou ativos domésticos denominados em moeda estrangeira (Mendonça de Barros, 1993; Caporali Madi, 1994).

A lógica do cálculo que orienta as decisões de investimento, de formação de preços e de composição das estruturas passivas desejadas pelas

(3) O crescimento dos níveis de preferência pela flexibilidade reduz a disposição dos bancos e demais intermediários financeiros de operarem descaçados. Ela diminui a propensão dos aplicadores a adquirir ativos não líquidos de médio e longo prazo. Sob a ótica do circuito do financiamento, a disposição dos aplicadores para comprar ativos não líquidos ou de longa maturação é requerida para que outros intermediários financeiros avancem crédito de longo prazo (ou outros instrumentos que possam representar *funding*) para os investidores. O estreitamento de prazos dos ativos demandados pelos aplicadores (e a baixa disposição das instituições financeiras para descaçarem o perfil de prazos de seus ativos e passivos) materializa-se no encurtamento da estrutura a termo dos contratos financeiros. No limite, a riqueza financeira fica condensada em instrumentos de curtíssimo prazo. O crescimento da preferência pela flexibilidade dos aplicadores e demais instituições financeiras, a despeito de não necessariamente inibir a intermediação dos fundos, acaba por elevar o nível de fragilidade financeira dos tomadores líquidos de recursos. Em face da deterioração das condições de custos/prazos, a demanda por recursos e o perfil do investimento desejado passam a ser afetados. As firmas passam a privilegiar projetos de menor maturação e que possam ser implementados através de elevados coeficientes de autofinanciamento.

(4) A mudança nas práticas de pagamento e a generalização do uso da moeda indexada envolvem a adaptação do sistema bancário ao contexto de forte aceleração inflacionária. As inovações financeiras permitem que a queda na demanda por depósitos à vista seja compensada pela criação de ativos líquidos indexados. Segundo Mendonça de Barros (1993) ao longo da década de 80 na economia brasileira, a operação da moeda indexada funcionou ancorada em determinados compromissos estabelecidos entre as autoridades monetárias e o sistema de bancos comerciais. O expressivo crescimento das carteiras de títulos públicos, lastreando a remuneração dos passivos bancários líquidos em alta inflação, foi viabilizado pelo compromisso do Banco Central de sustentar a taxa do overnight em níveis consistentes com a remuneração da carteira de títulos média dos bancos. A autoridade monetária deveria recomprar os títulos caso o primeiro compromisso fosse violado (o que equivale a emitir papéis com taxa de juros flutuante atrelados ao custo de captação médio de curto prazo das instituições financeiras) e garantir o fechamento da posição de reservas das instituições que não conseguissem financiar sua carteira de títulos públicos junto aos clientes. Este fechamento era realizado através da zeragem automática da posição de reservas dos bancos, através da compra ou venda residual, realizada ao final do dia pela mesa do open market. Ver também Caporali Madi (1994). Nos países latino-americanos que experimentaram surtos inflacionários crônicos, em que as inovações financeiras viabilizaram a operação da moeda indexada, não ocorreu, de forma tão intensa, o processo de conversão da demanda doméstica por ativos financeiros em direção a ativos denominados em moeda estrangeira (no limite com a substituição pura e simples da moeda local por alguma moeda internacional) e em direção a ativos no exterior (fuga de capitais). A fuga de capitais e a dolarização avançaram de forma muito menos intensa nas economias que, como a brasileira, construíram um sofisticado mecanismo de indexação calcado em índices de preços internos. Para uma visão particular da história de aperfeiçoamento dos mecanismos de indexação na economia brasileira, ver Simonsen (1995).

firmas sofre mutações profundas ligadas ao quadro de prolongada instabilidade macroeconômica. A vigência de um quadro de profunda instabilidade se expressa na imprevisibilidade da evolução futura do preço real dos ativos denominados em moeda doméstica. Ela se manifesta, por outro lado, em um maior custo implícito, decorrente dos níveis de risco percebidos, de carregar os estoques de passivos financeiros, denominados em moeda estrangeira e em moeda doméstica. O crescimento do custo implícito do endividamento decorre do fato de que o risco de descasamento entre receitas e despesas eleva-se de forma proporcional ao crescimento das taxas de inflação, da volatilidade do câmbio real e das flutuações recorrentes do nível de atividade de curto prazo.

O devedor, quando contrai uma dívida, assume o risco de realizar, *ex post*, um fluxo de receitas insuficiente para saldar as obrigações contratuais assumidas. O risco do devedor, em um regime de alta inflação, cresce proporcionalmente às taxas de inflação.⁵ Quanto maior a taxa de inflação, maior o risco de descasamento dos indexadores que reajustam receitas e despesas (Baer, 1993; Costa, 1997) ou de incorrer em erros de previsão sobre a evolução futura das taxas de juros e câmbio reais, nos momentos contratualmente previstos para os desembolsos com serviço e amortização. O risco eleva-se, por outro lado, em função da maior volatilidade da absorção doméstica, que pode traduzir-se em uma retração não antecipada do nível de vendas a curto prazo. A probabilidade das empresas serem lançadas em uma situação de desequilíbrio patrimonial involuntário aumenta de acordo com a dimensão relativa de suas dívidas de curto prazo, da estabilidade de seu fluxo de receitas esperadas e das taxas de juros reais referentes a estas dívidas.

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

(5) A elevação não antecipada da inflação, em uma economia onde o crédito não seja indexado, exerce o papel de desvalorizar parte da dívida, favorecendo o devedor.

O cenário de crescente instabilidade desloca os parâmetros que afetam a estrutura de prazos dos ativos financeiros. A forte instabilidade gera a redução do horizonte temporal de maturação dos ativos financeiros demandados pelos aplicadores. Ela produz, simultaneamente, o encurtamento de prazos nas transações realizadas nos mercados de crédito.⁶ O ajuste das carteiras privadas ao contexto de alta inflação induz o estreitamento da estrutura de prazos da riqueza financeira, que fica condensada em operações de giro diário, lastreada na dívida pública (Lopes, 1997). Os aplicadores adquirem papéis com os atributos de crescente liquidez e rentabilidade como recompensa para o risco de desvalorização patrimonial.

O crescimento da instabilidade, na transição para um regime de alta inflação, destrói as premissas que garantem a aplicação de regras convencionais de caráter adaptativo referentes às decisões de investimento. Isto minou as bases de operação dos mecanismos usuais de aceleração e desaceleração cíclica.⁷ A crescente volatilidade e incerteza sobre o futuro promovem a ruptura das convenções estabelecidas no interior das diversas estruturas de mercado. Ela pressiona a taxa de desconto utilizada pelas firmas para calcular o preço de demanda dos projetos, assim como desativa as rotinas decisórias, de cunho adaptativo, referentes à decisão de ampliação de capacidade produtiva. No contexto de crescimento estável dos mercados, as decisões de formação de

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

(7) No ambiente de relativa estabilidade macroeconômica do início da década de 70 na economia brasileira, parte das decisões de investimentos da grande empresa privada foi tomada de acordo com o princípio do ajuste do estoque de capital, decorrentes da interação dos mecanismos acelerador/multiplicador. Ver, sobre a especificidade da dinâmica cíclica na economia brasileira nos anos 70, Tavares (1978). Sobre os modelos de ciclo, ver Possas (1987). O ambiente de relativa estabilidade macroeconômica opera como precondição para que se cristalizem regras decisórias convencionais de cunho adaptativo-projetivo, referentes aos planos de investimento em mercados oligopolizados (Possas, 1993). A estabilidade do contexto é uma condição necessária (a despeito de não suficiente) para que os planos de investimento da grande empresa possam ser tomados de acordo com o princípio do ajuste do estoque de capital. Neste quadro, o processo de formação de preços das empresas líderes se inscreve no conjunto amplo de decisões referentes à distribuição desejada do funding dos programas de investimentos, da mobilização de recursos de terceiros vis-à-vis o autofinanciamento (Eichner, 1976).

preços das firmas líderes estão conectadas às decisões referentes à distribuição desejada do funding dos planos de investimento (Eichner, 1976).⁸

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

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

O crescimento do prêmio econômico associado à flexibilidade aparece como a elevação da taxa de desconto usada pelas firmas para avaliar o valor presente dos rendimentos esperados nos projetos de investimento. Esta cresce de forma diferenciada de acordo com o período de maturação, com o nível de risco tecnológico, com o nível de correlação das receitas esperadas com as flutuações cíclicas, com a intensidade de capital – além de outras características definidoras do nível de comprometimento com recursos de terceiros requerido para realizar o funding do projeto. A forte incerteza favorece a seleção de atividades que possuem um curto período de maturação e elevado *pay back*, baixo risco tecnológico, baixa escala eficiente mínima e que geram fluxos de caixa estáveis e pouco correlacionados às flutuações cíclicas (Frenkel & Fanelli, 1995).

(8) As decisões de formação de preços das empresas líderes, em oligopólio, podem ser descritas como parte integrante do cálculo estratégico sobre as formas desejadas de mobilização de recursos (Eichner, 1976). Alfred Eichner examina o financiamento das grandes empresas – como mobilizar os fundos requeridos para viabilizar os planos de expansão – articulando as decisões de inversão, de composição da estrutura passiva e de determinação do nível dos mark-ups desejados. Na visão deste autor, as decisões de investimento das grandes corporações seriam tomadas em simultâneo à determinação dos mark-ups desejados, a vigorarem na vida útil dos projetos em operação e nas novas plantas. Segundo esta *racionale*, as grandes empresas definem a dimensão dos mark-ups desejados de forma a minimizar o custo esperado de captação dos recursos requeridos para viabilizar seus planos de expansão. O mark-up desejado representaria aquele capaz de equalizar, na margem, o custo esperado de captação de recursos entre fontes externas, oriundas do crédito de longo prazo ou da colocação de alguma *securite* no mercado de capitais, e internas às firmas, pela retenção de lucros. O ônus implícito de alavancar fundos adicionais internamente, pela elevação da margem aplicada sobre os custos variáveis, está associado à intensidade esperada do efeito de desaceleração das vendas a longo prazo, do risco de atração de outros concorrentes, ou de retaliação governamental. Filardo analisou os indicadores financeiros das empresas constantes no cadastro de contribuintes da Receita Federal entre os anos de 1972 e 1975 na economia brasileira. Ela concluiu que as hipóteses teóricas de Eichner (1976) e Wood (1980) que vinculam as decisões de preços das firmas à disponibilidade de autofinanciamento, são consistentes com os padrões de financiamento encontrados em sua análise empírica no período em tela. Neste trabalho foram avaliadas as relações entre a evolução das margens de lucro e a disponibilidade potencial de autofinanciamento; ver Filardo (1979).

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

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

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

A elevação do caráter rentista da grande empresa industrial aparece como elevação da razão estoque de ativos financeiros líquidos/ativos totais e rebate sobre seu fluxo de caixa como elevação da participação das receitas financeiras/receitas totais. Em uma economia estável, o embate distributivo entre fornecedores e compradores ao longo das cadeias produtivas usualmente materializa-se em uma determinada estrutura de preços relativos (à qual associa-se uma estrutura de rendimentos relativos, refletindo as relações de poder de mercado).

Em um regime de alta inflação, a estrutura dos rendimentos reais relativos auferidos depende não apenas dos preços relativos de insumos e produtos. Os rendimentos operacionais estão parcialmente diluídos nos resultados financeiros dependentes das condições de contratação do crédito comercial e do nível de sofisticação dos mecanismos de indexação dos componentes não onerosos do passivo. Sob alta inflação, parte dos rendimentos regulares decorrentes das atividades da firma está embutida nas condições de prazos e custos do fornecimento de insumos e matérias-primas utilizadas a

jusante e a montante nas cadeias de produção. As relações regulares de fornecedores, pagamento de folha de salários e demais itens não onerosos do passivo envolvem a apropriação privada de parcela do float inflacionário. Esta é tão maior quanto mais veloz for o giro dos estoques das firmas, quão maior for a sua capacidade de postergar os pagamentos nominais, quanto maior for a taxa de inflação e de juros nominais de curto prazo dos ativos financeiros indexados e quanto mais imperfeito o sistema de indexação de seu passivo não oneroso.

Em cenários de inflação elevada e persistente, a lógica que orienta as decisões de formação de preços das firmas sofre mutações significativas. O elevado patamar das taxas inflacionárias e da volatilidade dos preços relativos gera o encurtamento do horizonte temporal referente às decisões capitalistas. Neste quadro, as decisões de investimento são fortemente afetadas, e não se observa, na perspectiva das firmas, o ônus implícito relativo à perda de posições de mercado e *market share* decorrentes da estagnação do estoque de capital. Isto ocorre porque o crescimento abrupto dos níveis de instabilidade de câmbio, juros e da absorção doméstica, sob forte aceleração inflacionária, promove uma retração “coordenada” das decisões de investimento dentro das estruturas de mercado. A decisão de não investir em uma trajetória de crescimento, enquanto os concorrentes estão investindo, implica reduzir a magnitude das barreiras à entrada. Isto impõe perda de posições de mercado construídas estrategicamente nas histórias de crescimento das firmas líderes. A retração e alteração do perfil desejado das decisões de investimento, no cenário de crescimento da instabilidade em um regime de alta inflação, impõem um deslocamento dos parâmetros que balizam as decisões de formação de preços das firmas líderes do setor industrial. As firmas cortam seus planos de investimento sabendo que suas posições de mercado não serão ameaçadas. Isto ocorre pelo fato de que dissemina-se a expectativa de que os concorrentes também reduzirão suas decisões de formação bruta de capital fixo.

3. A flexibilização dos mark-ups

Em contextos de inflação alta e crônica ocorre um processo de flexibilização dos mark-ups da grande empresa industrial. Este movimento visa essencialmente gerar provisões financeiras compensatórias do risco crescente de desvalorização do capital líquido, por um lado, e acelerar a amortização de estoques de dívidas indesejadas, por outro lado.

O crescimento do nível de volatilidade das variáveis macroeconômicas opera como um desestímulo às decisões de formação de capital. Sob a ótica das firmas oligopolistas já instaladas, a percepção do risco do ingresso de outros

concorrentes é alterada quando a instabilidade macroeconômica opera como fator de desestímulo horizontal das decisões de investimento.

Vale dizer, quanto maior a volatilidade dos parâmetros macroeconômicos, maior a taxa de retorno esperada requerida para desencadear as decisões de investimento dos entrantes em potencial. Quanto maior a taxa de retorno esperada necessária para induzir uma firma a ingressar no setor em questão, maior o nível do mark-up exatamente suficiente para inibir a entrada e maximizar os lucros esperados a longo prazo em oligopólio. Ou seja, o crescimento da instabilidade macroeconômica aparece para as decisões de formação de preços dos oligopólios industriais como uma elevação horizontal do nível das barreiras à entrada. Em um regime de alta inflação, este processo corresponde ao deslocamento das restrições que balizam as decisões referentes à calibragem dos mark-ups desejados, definidoras dos preços-limite (Sylos Labini, 1962). Estes se dilatam em resposta à drástica elevação da incerteza e dos níveis de volatilidade das variáveis macroeconômicas fundamentais. Os mark-ups desejados maximizam o lucro esperado a longo prazo, em função do risco do ingresso de novos concorrentes, dada a magnitude percebida das barreiras à entrada nos diversos mercados. Quanto maior a instabilidade do contexto (decorrente da volatilidade dos preços macroeconômicos centrais para o cálculo capitalista – gerando uma elevação da taxa subjetiva de desconto usada para avaliar os projetos) maior o nível dos mark-ups que podem ser praticados sem desestabilizar a estrutura do oligopólio, maior a flexibilidade que as firmas líderes possuem para formar seus preços a curto prazo.⁹

Sob alta inflação, a formação de preços se desconecta dos parâmetros usuais, que dependem das configurações das estruturas de mercado e das estratégias de longo prazo de crescimento das firmas. A formação de preços em contextos estáveis inscreve-se em um conjunto amplo de decisões referentes à demarcação do *mix* do financiamento desejado do investimento planejado, restringidas pelo risco de atração de novos concorrentes (Eichner, 1976). As decisões de formação de preço em oligopólio usualmente estabelecem um elo entre o curto e o longo prazo, ligando a estratégia de investimento às decisões de financiamento da expansão das firmas, dadas as barreiras à entrada. Nos marcos de um regime de alta inflação, o horizonte de cálculo por detrás das decisões de determinação do nível dos mark-ups desejados é limitado ao curto prazo. Este passa a ser governado pelas reações defensivas das firmas, visando esquivar-se dos riscos crescentes de desvalorização patrimonial e de default. Este eleva-se em decorrência do crescimento endógeno dos níveis de fragilidade financeira em contextos de crescente volatilidade das taxas de juros reais, da absorção doméstica e das condições do refinanciamento de posições alavancadas.

(9) Este processo pode ser representado como um deslocamento para a direita da curva que representa a percepção privada dos custos do autofinanciamento.

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

No ambiente que conjuga aceleração inflacionária à drástica restrição financeiro-cambial externa, reduz-se o custo implícito da firma líder elevar o mark-up praticado. Por outro lado, eleva-se o custo implícito de carregar as dívidas financeiras. A elevada volatilidade das taxas de juros reais e a alternância de miniciclos de racionamento e expansão do crédito interno impõem um ajuste na percepção das firmas sobre a solidez de seus esquemas de financiamento – viesando o *mix* de financiamento desejado em direção a arranjos relativamente menos dependentes de recursos de terceiros e das condições de rolagem do crédito de curto prazo. Este quadro se traduz na elevação do custo implícito de carregar as dívidas velhas, e, por conseguinte, na queda do nível de alavancagem desejada. Neste cenário, a pressão altista exercida sobre os mark-ups desejados está ligada à necessidade de formação de uma provisão financeira requerida para acelerar o ritmo de amortização de parte indesejada dos estoques de passivos. O desendividamento é perseguido em função da aceleração inflacionária, que gera a elevação endógena do risco associado ao carregamento de dívidas financeiras.

O risco de desvalorização patrimonial também decorre do elevado nível de volatilidade das taxas de juros reais *ex post*. O nível da taxa de juros real esperada de curto prazo define o custo de oportunidade da retenção indesejada de estoques. Esta taxa impõe uma restrição sobre as decisões de formação de preço das firmas líderes. Se a firma espera que a taxa de juros real seja negativa *ex post*, ela possui estímulos para elevar os mark-ups desejados – pois a valorização nominal dos estoques retidos será superior à capitalização financeira das receitas obtidas pelas vendas (Cardim de Carvalho, 1990).

Este fato sugere que a taxa de juros nominal deve operar como uma referência para as decisões de formação de preço das firmas (a taxa de juros real relevante compara a taxa de juros nominal e o preço formado pela firma). Em alta inflação, a elevada volatilidade das taxas de juros reais promove a queda da sensibilidade dos mark-ups a elevações esperadas nesta variável. As firmas deparam com o problema da extração de sinal. Elas precisam avaliar se a variação observada na taxa de juros nominal associa-se

a uma variação na taxa de juros real correspondente. Como esta variável se comporta de forma extremamente volátil sob alta inflação, as decisões de preço passam a ser relativamente insensíveis a pequenas variações nas taxas de juros esperadas (a política monetária restritiva precisa impor variações descontínuas cada vez maiores nas taxas de juros para frear o movimento altista dos mark-ups e evitar a aceleração inflacionária).¹⁰

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

A crescente incerteza sobre o valor futuro do câmbio real impõe um risco crescente de que as firmas amarguem uma dilapidação patrimonial, caso incorram em erros na definição das expectativas sobre os valores futuros dos

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

custos de reposição dos bens importados.¹¹ Por outro lado, a volatilidade potencial da taxa de câmbio real, sob alta inflação, eleva o risco de que movimentos não antecipados das paridades inflem o custo de carregar os passivos denominados em moeda estrangeira.¹²

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

Todos estes fatores podem ser representados pelo deslocamento para a esquerda da curva que expressa a percepção empresarial dos custos do autofinanciamento (Eichner, 1976, Pereira, 1999). Estes movimentos verificam-se, em economias submetidas a programas de ajustamento externo, em paralelo ao deslocamento para a direita da curva que revela o custo dos fundos externos. Os custos dos fundos externos às firmas, em moeda doméstica, elevam-se em função das políticas monetárias restritivas, e do crescente risco inscrito na aceleração inflacionária. Os recursos voluntários denominados em moeda estrangeira desapareceram em decorrência da crise da dívida externa. Desta forma, nas economias altamente instáveis em processos de ajustamento do balanço de pagamentos, decorrentes da interrupção dos fluxos de financiamento externo voluntários, a grande empresa privada reage defensivamente mediante a

(11) Cabe observar que, no contexto de uma economia fortemente protegida e com baixo coeficiente de penetração das importações, este efeito deve ser relativamente menos importante do que o observado em uma economia aberta com elevado coeficiente de importação.

(12) No quadro específico da economia brasileira nos anos 80, a taxa de câmbio afetava o preço futuro esperado dos bens e serviços públicos ofertados por empresas estatais, que usualmente operam em setores não transáveis. Isto ocorria porque estas empresas carregavam amplos estoques de dívida denominados em moeda estrangeira. Ver, sobre este ponto, Tavares (1996).

elevação dos mark-ups, queda do investimento e queda dos níveis de endividamento desejado (Almeida, 1994).¹³

O prolongado quadro de alta instabilidade, é este o ponto a reter, materializou-se em mutações na lógica das decisões de formação de preço e de composição de carteira das grandes empresas. Este viés defensivo reflete o crescimento dos seus níveis de preferência pela flexibilidade. A adaptação dos esquemas de financiamento das empresas industriais ao ambiente de forte incerteza envolveu a queda expressiva do esforço de inversão. Este foi viesado em direção a atividades possuidoras de receitas relativamente estáveis e inversamente correlacionadas com a estrutura de rendimentos constitutivos do *core business* das firmas, e de elevado *pay back* (Frenkel & Fanelli, 1995). O ambiente de alta inflação favorecia atividades de curta maturação que podiam ser financiadas fundamentalmente pela retenção de fundos internos – o que exigia baixa intensidade de capital e escala eficiente. Sob a ótica patrimonial, o crescimento dos coeficientes de risco financeiro transforma a busca do desendividamento em regra geral de movimento. Em alta inflação, o custo implícito de carregar dívidas financeiras explode, enquanto a taxa de retorno dos projetos de inversão é reduzida pela forte incerteza. As grandes empresas industriais buscaram uma posição hedge, acumulando ativos financeiros de curto prazo para se proteger das flutuações dos custos reais de carregar dívidas (Costa, 1995).¹⁴ A fuga dos riscos de preço e quantidade em alta

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

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

inflação, e a deterioração das condições de contratação do crédito doméstico transformam a reestruturação patrimonial centrada na queda dos níveis de alavancagem na opção preferida de canalização dos fundos retidos pelas grandes empresas.

4. Decisões de financiamento empresarial em contextos de alta inflação, abertura comercial e flexibilização do crédito externo

No início dos anos 90, o ambiente concorrencial na indústria brasileira foi radicalmente transformado pelos processos de reinserção aos circuitos financeiros internacionais e abertura comercial.

A abertura comercial impõe novas restrições ao processo de formação de preços das firmas líderes. Em contextos que combinam alta inflação e abertura comercial, o cálculo de determinação dos mark-ups desejados, inflados pelo risco de desvalorização do capital líquido, passa a ser realizado em quadros de maior contestabilidade das posições de mercado das firmas. A abertura da economia, em contextos de elevada instabilidade macroeconômica, eleva a percepção privada do custo implícito envolvido em assumir o risco de renda. A abertura, sob alta instabilidade, impõe um freio ao processo de revisão altista dos mark-ups desejados, a despeito de não desativar os mecanismos que motivavam a elevação defensiva das margens.¹⁵

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

Por outro lado, no contexto de uma economia aberta às importações, a elevação da taxa de juros básica incide como uma pressão restritiva sobre o nível dos mark-ups desejados pelas firmas, através de outros canais. Isto porque o preço à vista das mercadorias importadas, adquiridas em grande parte em operações de compras financiadas a taxas internacionais, é afetado pela evolução dos diferenciais de juros internos e externos.¹⁶ Sob a ótica das

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

(16) Ver, sobre o impacto dos financiamentos externos no crescimento das importações brasileiras, Nonnenberg (1996).

firmas domésticas, que operam em uma economia aberta às importações e não têm acesso ao mercado externo de créditos, a elevação das taxas de juros domésticas equivale a uma apreciação cambial – pressionando o nível dos mark-ups desejados.

Os impactos da abertura aparecem às firmas como um deslocamento autônomo para a esquerda da curva que revela a percepção empresarial do custo implícito do autofinanciamento (Eichner, 1976). Este deslocamento é imputado ao fato de que, em um contexto de economia aberta, a elevação do preço traduz-se em uma perda relativamente maior de *market share* do que ocorreria em uma economia fechada. Esta mutação decorre da elevação da intensidade esperada do efeito de desaceleração das vendas geradas pela elevação dos mark-ups a curto prazo e do custo embutido no risco crescente de que este ajuste das margens detone o ingresso de novos concorrentes para o mercado.

O custo implícito de alterar o ritmo de geração de fundos internos para prover o autofinanciamento dos projetos de investimento passa a estar referenciado à evolução dos preços em moeda doméstica dos produtos importados.

Em uma economia aberta às importações, a apreciação da taxa de câmbio real de longo prazo espelha-se, sob a ótica do financiamento das firmas líderes, no deslocamento para a esquerda da curva que revela a percepção privada dos custos implícitos de influir no ritmo de geração dos fundos internos (Eichner, 1976). *Ceteris paribus*, o *mix* de financiamento das atividades das firmas deve ser ajustado. A retração dos mark-ups e o uso mais intensivo de fundos externos às firmas nos esquemas de financiamento no setor *tradable* aparecem como consequência da apreciação da moeda doméstica em uma economia aberta. Neste novo quadro, as firmas utilizam relativamente mais recursos oriundos de fontes externas, elevando o nível de alavancagem desejada.

A reintegração da economia aos fluxos de empréstimo voluntários nos mercados financeiros internacionais opera, por outro lado, como um deslocamento autônomo das taxas de juros reais, disponíveis para consolidar os planos de inversão das grandes empresas. Este processo corresponde ao ressurgimento da possibilidade dos grandes tomadores captarem fundos externos de longo prazo, que havia desaparecido no contexto de racionamento de crédito denominado em moeda estrangeira. A reinserção aos circuitos financeiros internacionais pode ser representada como um deslocamento autônomo da curva que expressa o custo dos fundos de terceiros. Neste quadro deve haver um movimento de mudança no perfil das moedas de denominação dos fundos de terceiros demandados a curto prazo. Este ajuste (dado o diferencial de juros interno e externo) envolve a substituição de parte do crédito usado para financiar

o capital fixo e circulante junto às fontes internas por crédito de curto prazo e longo prazo contraído junto aos mercados financeiros internacionais.¹⁷

5. Estabilização e custo dos fundos externos às firmas

Os custos percebidos de financiar os gastos planejados com recursos de terceiros caem significativamente com a estabilização. Isto porque cai o risco das firmas subestimarem a taxa de juros real *ex ante* – desinflando o componente de custo implícito referente ao risco associado à possibilidade de descasamento dos indexadores das receitas e despesas financeiras em moeda doméstica. Este processo gera um estímulo para a expansão marginal do financiamento externo às firmas.¹⁸

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

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

(17) A percepção empresarial do custo implícito do endividamento externo deve cair significativamente quando a política cambial, em contextos de alta inflação, passa a ser pautada por uma regra que visa estabilizar a taxa de câmbio real *ex post*. Na economia brasileira na década de 90, esta queda do risco de contrair dívidas em moeda estrangeira foi produzida pela inflexão operada na política cambial na gestão Márcilio Marques Moreira, a partir de setembro/outubro de 1991. Ver, sobre este ponto, Margarido (1997).

(18) O presente argumento é válido ainda que a gestão contracionista da política monetária jogue as taxas de juros reais *ex post* para cima. O que interessa reter é que para uma mesma expectativa de evolução da taxa de juros real – obtida em um patamar mais baixo da taxa de inflação – associa-se um custo implícito menor. Esta queda do custo implícito decorre do crescimento do estado de confiança depositado na avaliação *ex ante* realizada sobre a taxa de juros real no futuro. A queda do risco de errar a taxa real esperada gera um incentivo para a firma demandar crédito. Isto ocorre ainda que esta demanda seja inibida pelo fato de que as taxas de juros nominais são pressionadas para neutralizar o efeito acima descrito. A distinção equivale a uma mudança de posição da curva que liga a taxa de juros real esperada à demanda por crédito, ao invés de uma mudança ao longo da referida curva.

A combinação destes fenômenos, a abertura comercial, a estabilização e a reinserção da economia às novas correntes financeiras internacionais, impõe uma retração autônoma da “curva” que representa a percepção empresarial do custo implícito de gerar os recursos adicionais, requeridos para prover o autofinanciamento dos planos de inversão, através da pressão altista exercida sobre os mark-ups. Ela promove, simultaneamente, um deslocamento para fora da “curva” que expressa a percepção do custo de obter recursos de terceiros através de empréstimos em moeda – seja porque a estabilização diminui a volatilidade das expectativas sobre a taxa de juros real *ex ante* nas operações de crédito em moeda doméstica, seja porque a reinserção da economia aos fluxos de capital e a gestão da política cambial em contexto de estabilização impõem uma alteração nos custos percebidos de carregar e captar recursos externos.

As grandes empresas ajustam-se às novas condições de custo, risco, prazo e às alternativas financeiras abertas pela combinação de queda da proteção, retomada do financiamento externo e estabilização com âncora cambial. Neste quadro, ocorre uma alteração na composição desejada do funding dos novos planos de inversão das grandes empresas, entre autofinanciamento e captação de recursos de terceiros. Esta se expressa no aumento da alavancagem financeira desejada. Muda o *mix* desejado entre autofinanciamento/recursos de terceiros na composição do funding dos novos planos de investimento, como muda a distribuição requerida entre os fluxos de dívidas denominadas em moeda doméstica vis-à-vis denominadas em moeda estrangeira (Pereira, 1999).

A intensidade do ajuste desejado no *mix* entre autofinanciamento e financiamento externo é tão mais aguda quanto mais comercializável for a atividade e quanto maior a queda da proteção dispensada ao setor. A mudança no perfil do funding desejado decorre dos impactos da abertura comercial, da reinserção da economia aos circuitos financeiros internacionais e, posteriormente, da estabilização.

Como visto, em um regime de alta inflação o horizonte de cálculo empresarial é reduzido fortemente, introduzindo um elevado componente defensivo para as decisões de financiamento. As decisões empresariais são caracterizadas por um viés pelo desendividamento, pela ótica dos passivos, e “curto-prazista”, pela ótica dos ativos. A busca do desendividamento associa-se ao crescimento do custo implícito dos fundos externos às firmas, e do carregamento dos estoques de passivos, em ambientes de grande volatilidade das variáveis relevantes para o cálculo do fluxo de caixa. Este processo é combinado a uma tendência de reajuste altista dos mark-ups desejados. Estes são inflados visando esquivar-se do risco de desvalorização patrimonial inscrito no giro dos estoques em alta inflação, por um lado, e visando gerar provisões financeiras para acelerar a digestão de estoques de dívidas indesejadas, por outro lado. A adaptação dos esquemas de financiamento das grandes empresas às novas

condições de custo, prazo e risco dos fundos, que emergem em alta inflação, cria uma pressão altista sobre os mark-ups. Esta foi conjugada à redução dos prazos dos ativos demandados e à busca do ajuste no *mix* de recursos próprios e de terceiros nos esquemas de financiamento das grandes empresas.

A moldura conceitual apresentada fornece as referências teóricas que informam o esforço de interpretação da trajetória descrita pelas grandes empresas industriais na economia brasileira entre 1985 e 1998. Neste período, grosso modo, as decisões de preço e de definição do *mix* de financiamento foram tomadas em ambientes de alta instabilidade, economia protegida e racionamento do crédito externo (1985/90) alta instabilidade, flexibilização do crédito externo e economia aberta (1990/94) e em contextos de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização (1994/98). A avaliação do processo de ajustamento patrimonial das grandes empresas à mudança de cenários requer uma investigação sobre as tendências fundamentais descritas pelos mark-ups industriais e pelos seus esquemas de financiamento. Esta avaliação sobre o movimento de ajustamento financeiro descrito pela grande empresa industrial será esboçada, em suas grandes linhas, na próxima seção.

6. Formação de preços e financiamento empresarial na economia brasileira: mudanças estruturais e rebatimentos sobre os esquemas de financiamento das grandes empresas industriais entre 1985 e 1998

As próximas seções estão articuladas pela preocupação de mapear as forças fundamentais que impuseram a adaptação dos esquemas de financiamento praticados pelas firmas industriais no período em tela. As mudanças na regra de precificação, em contextos altamente cambiantes, são invocadas para discutir a trajetória dos mark-ups do setor industrial no período de 1985 a 1998. Esta análise sobre o comportamento das margens é desdobrada na identificação das tendências fundamentais do ajustamento financeiro patrimonial perseguido pelas grandes empresas na década de 80 (reajuste altista dos mark-ups e desendividamento) relativamente às tendências esboçadas na década de 90 (compressão das margens e crescimento da alavancagem).

A trajetória dos mark-ups praticados pelas firmas industriais em regime de alta inflação com economia fechada (nos anos 80) em alta instabilidade e queda da proteção (1990/94) e, posteriormente, em economia aberta com baixa inflação (1994/98) reflete, em linhas gerais, o impacto das mudanças do ambiente concorrencial sobre a regra de formação de preços praticada pelas grandes empresas.

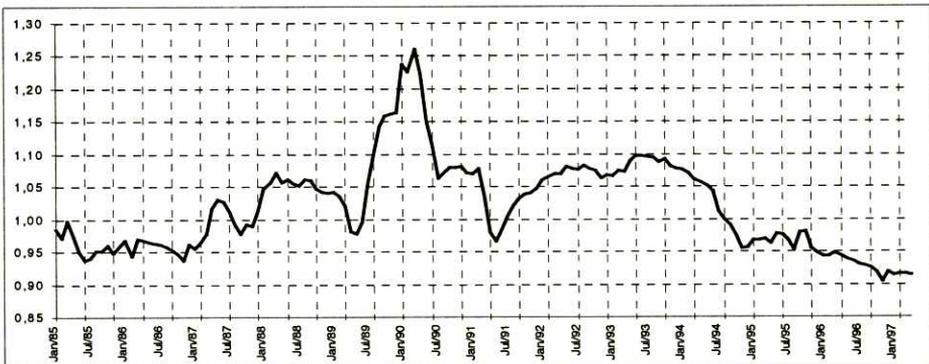
O Gráfico 1 descreve a evolução do índice de mark-up médio para o conjunto da indústria brasileira, no período de 1985 a 1996. Observa-se a

tendência altista dos índices de mark-ups médios no quadro de alta inflação com economia fechada (intercalando quedas localizadas no contexto de implementação dos planos Cruzado, Bresser e Verão) entre 1985 e janeiro de 1990.

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

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

Gráfico 1
Brasil 1985 – 1996
Índice de mark-ups da indústria
Agosto de 1994 = 1



Fonte: Pereira & Carvalho (1998). Elaborado com base no IPA de produtos industriais, e índices de custos da Funcex. Índice de mark-up = $\text{IPA indústria} / \text{Índice de custo da indústria}$.

A Tabela 1 decompõe setorialmente as estimativas de mark-ups anuais médios ao longo do período de 1985 a 1996.

Após a estabilização, diferentemente do verificado no período de 1990 a 1994, quase todos os setores apresentam um movimento de retração dos mark-ups, ainda que com intensidade diferenciada. No início da década, quando os índices para o conjunto da indústria revelam flutuações ao redor de uma tendência de relativa estabilidade (caem ao longo do Plano Collor e

recuperam o ímpeto altista até o início do Plano Real) verifica-se uma dispersão maior dos comportamentos setoriais. Vale dizer, nas conjunturas em que se combinam os efeitos da abertura comercial com a alta instabilidade do ambiente econômico, a despeito dos indicadores para o conjunto da indústria revelarem uma tendência de elevação, observa-se uma diferenciação setorial relativamente maior em relação ao comportamento dos mark-ups praticados (o sentido da variação das margens não é o mesmo para todos os setores). A diferenciação decorre de um conjunto de especificidades setoriais, referentes à evolução do regime de proteção específico para os diversos segmentos industriais e de quão comercializáveis são os referidos setores. Estes fatores definem o resultado do embate da pressão restritiva, exercida sobre as margens pela penetração das importações, vis-à-vis as forças altistas, referentes ao risco de desvalorização do capital líquido das firmas.

Tabela 1
Brasil 1985/97
Índices de mark-ups setoriais médios domésticos
Agosto de 1994 = 100

Setor/Mark-up	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Extrativa mineral	210,2	183,8	138,5	126,1	103,5	109,8	108,5	110,8	119,0	107,2	89,5	83,4
Minerais não-metálicos	64,1	66,5	84,0	90,4	98,1	99,8	95,1	103,3	99,5	96,7	94,4	89,2
Siderurgia	97,5	94,8	95,8	98,9	99,9	96,8	92,2	99,1	100,2	99,7	100,5	97,9
Metalurgia não-ferrosos	113,7	113,8	109,8	112,3	121,9	120,3	113,6	105,0	97,7	98,6	105,5	99,5
Outros prod.												
metalúrgicos	118,7	112,2	111,3	111,3	109,9	108,5	103,7	105,6	103,0	99,9	96,5	90,8
Máquinas e tratores	58,0	54,2	61,4	84,5	86,6	166,6	97,2	106,3	108,5	100,9	88,5	83,3
Material elétrico	149,7	152,0	142,3	162,3	151,0	172,6	137,0	125,2	114,5	101,0	92,8	88,3
Equipamentos												
eletrônicos	222,8	222,9	201,9	270,1	236,1	220,8	145,4	117,8	113,9	101,1	91,0	81,3
Veículos automotores	98,3	98,2	114,1	113,2	106,9	113,0	106,7	113,5	120,6	102,7	88,5	91,4
Peças e outros veículos	65,0	63,0	70,6	90,2	86,2	108,2	98,1	97,4	100,2	99,4	95,3	93,2
Madeira e mobiliário	64,3	70,1	73,2	60,7	96,1	99,0	86,4	83,9	94,3	96,9	97,4	89,7
Celulose, papel e gráfica	114,2	107,8	109,1	120,1	123,6	118,3	111,3	113,3	112,7	102,0	109,5	96,8
Borracha	96,3	86,6	91,3	94,2	77,5	76,3	74,3	89,3	97,0	98,3	96,1	94,6
Refino de petróleo	102,4	99,3	110,3	108,7	95,5	106,0	94,5	100,6	113,1	108,0	95,1	95,9
Farmacêutica e												
perfumaria	-	-	56,9	71,3	79,7	109,8	86,9	102,9	104,9	103,0	94,1	94,9
Plástica	116,4	102,7	103,4	104,7	102,4	107,3	108,1	116,1	113,3	102,2	95,1	88,8
Têxtil	117,5	113,7	115,6	120,8	118,1	114,3	103,6	98,1	101,8	99,8	100,0	95,4
Artigos de vestuário	152,9	149,5	129,0	123,4	132,6	135,8	123,7	90,2	91,1	97,6	98,4	95,8
Calçados	191,7	189,0	164,4	153,0	159,3	128,5	104,7	85,9	95,9	96,2	98,0	91,1
Café	148,1	133,9	101,4	88,8	97,8	101,5	81,1	90,3	100,4	102,1	104,0	98,6
Abate animais	99,6	103,5	107,5	99,9	101,4	101,7	106,6	98,6	99,9	99,8	97,2	95,1
Laticínios	73,8	68,8	76,0	78,2	78,1	82,5	82,2	92,8	97,5	97,6	101,9	107,6
Açúcar	155,7	129,9	139,8	130,3	111,2	113,9	105,4	119,1	113,2	106,6	90,1	92,2
Óleos vegetais	153,5	130,1	129,2	154,8	141,0	137,6	131,0	157,2	153,9	114,4	112,8	107,9
Outros prod. alimentares	78,4	159,5	113,3	107,4	94,7	106,6	142,7	108,8	86,9	96,3	92,8	93,3
Total indústria	96,1	95,8	96,6	105,4	106,9	113,8	102,5	107,2	108,6	102,1	96,7	93,2

Fonte: Pereira & Carvalho (1998). Elaboração com base na matriz de insumo produto, IPA aberto por categoria de produto e índices de custos setoriais da Funcex. Índice de mark-up = IPA setorial/Índice de custo setorial.

Voltando ao exame do comportamento agregado, o Gráfico 1 demonstra como o processo de abertura comercial incidiu sobre a capacidade de fixação de mark-ups das empresas industriais ao longo da década de 90. O movimento de pressão sobre as margens, em decorrência da maior intensidade da concorrência externa, esteve casado a uma tendência de elevação persistente do coeficiente de importações na economia brasileira ao longo do período em foco. Neste quadro, após a estabilização dos preços, a evolução dos mark-ups médios estimados apresenta uma inequívoca tendência de queda. No âmbito da presente discussão, cabe enfatizar o contraste com o início dos anos 80, onde combinava-se um quadro de restrição ao crédito externo e interno para as firmas industriais e a introversão forçada da economia, expressa na elevação dos níveis de proteção efetiva. Naquele contexto, a contrapartida do esforço abrupto de geração de expressivos saldos comerciais foi o desajuste fiscal e financeiro do setor público e correspondeu ao ajuste patrimonial da grande empresa privada (Cruz, 1995). Esta, grosso modo, respondeu ao contexto de crescente instabilidade através da elevação de seus mark-ups, do corte de planos de investimento, da redução do nível de estoques retidos e da redução do endividamento desejado (Almeida, 1994; Gonçalves & Laplane, 1994). O ajuste financeiro da grande empresa privada permitiu que esta sustentasse, grosso modo, a rentabilidade sobre seu patrimônio.¹⁹

Nos anos 80, a expressão agregada deste processo sobre a indústria, gestado sobre pressão da forte restrição cambial, apareceu como uma retração do coeficiente de importações e uma elevação do coeficiente exportado.²⁰ A contrapartida patrimonial destes movimentos incide sobre as firmas como um deslocamento dos parâmetros relevantes para definir a distribuição desejada das suas estruturas ativas e passivas.

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

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

(19) Sobre o perfil do ajuste financeiro da grande empresa privada, incluindo estimativas de mark-ups, na primeira metade da década de 80, ver Almeida (1994).

(20) Para a análise da evolução dos coeficientes de comércio no período de 1985 a 1996 ver Relatório de Pesquisa da Funcex: Haguenaer, Markwald & Porche (1997). Para outras estimativas, no período da década de 90, ver Moreira & Corrêa (1996).

ilustrar a proposição acima.²¹ A princípio é de esperar que, grosso modo, as variáveis estejam mais fortemente correlacionadas em um contexto de abertura comercial do que em um contexto de economia protegida. É de se esperar, ainda, que esta correlação cresça no período posterior à implementação do Plano Real, em função da desativação dos mecanismos que geravam um viés altista no cálculo de formação de preços das grandes empresas.

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

Tabela 2
Brasil 1986/97
Coeficientes de correlação simples entre mark-ups e taxa de câmbio real
Base mensal

Setor/Período	jan. 86/97	jan. 86/ dez. 89	jan. 90/97	jan. 90/ ago. 94	ago. 94/97
Agropecuária	0,83	0,54	0,74	0,31	-0,30
Extrativa mineral (exceto combustíveis)	-0,66	-0,51	-0,87	0,23	-0,97
Produtos minerais não-metálicos	0,24	-0,39	-0,74	-0,24	-0,88
Siderurgia	0,31	-0,18	0,27	0,15	-0,34
Metalurgia dos não-ferrosos	-0,65	-0,17	-0,55	-0,84	0,22
Outros produtos metalúrgicos	-0,95	-0,65	-0,95	-0,84	-0,87
Máquinas e tratores	0,16	0,25	-0,84	-0,41	-0,97
Material elétrico	-0,89	-0,10	-0,86	-0,83	-0,95
Equipamentos eletrônicos	-0,83	0,02	-0,76	-0,80	-0,93
Automóveis, caminhões e ônibus	-0,51	0,34	-0,68	-0,15	-0,17
Outros veículos e peças	0,37	0,37	-0,66	-0,30	-0,92
Madeira e mobiliário	0,46	-0,21	0,08	-0,20	-0,73
Celulose, papel e gráfica	-0,67	0,04	-0,78	-0,86	0,07
Indústria da borracha	0,48	0,21	0,66	0,79	-0,93
Refino de petróleo	-0,28	0,32	-0,41	0,19	-0,91
Artigos de plásticos	-0,70	-0,54	-0,90	-0,01	-0,93
Indústria têxtil	-0,79	-0,12	-0,68	-0,70	-0,70
Artigos do vestuário	-0,70	-0,54	-0,52	-0,64	-0,49
Couro e calçados	-0,69	-0,55	-0,49	-0,70	-0,55
Indústria do café	-0,16	-0,51	0,44	0,10	-0,28
Abate de animais	-0,51	0,57	-0,51	-0,01	-0,90
Indústria de laticínios	0,84	-0,03	0,79	0,54	0,82
Açúcar	-0,83	-0,17	-0,89	-0,16	-0,85
Fabricações de óleos vegetais	-0,72	0,06	-0,78	-0,24	0,56
Bebidas e outros produtos alimentares	-0,50	-0,17	-0,52	-0,35	-0,96
Produtos diversos	0,06	0,58	-0,56	-0,21	-0,93
Indústria total	-0,55	0,06	-0,86	-0,52	-0,77

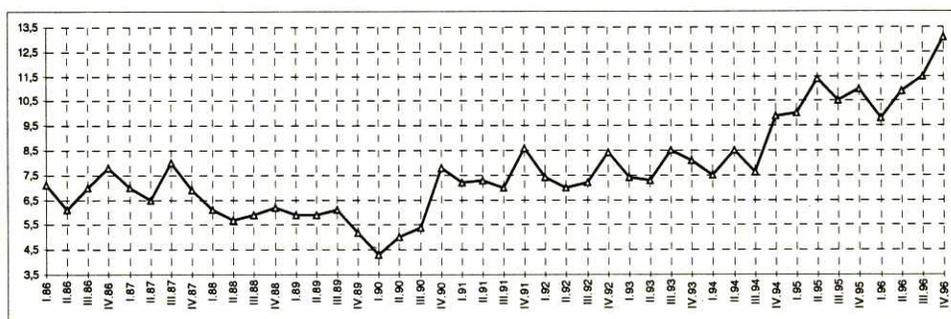
Fonte: Pereira & Carvalho (1998). O índice de taxa de câmbio real foi definido como a razão entre o IPC e o IPA da FGV, como *proxy* para razão de preços entre não transáveis e transáveis.

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

Os movimentos da taxa de câmbio real, verificados em um quadro de alta inflação e economia fechada, não estavam claramente correlacionados aos ajustes de margens praticadas pela indústria doméstica. Este resultado se manifesta, através da análise dos coeficientes de correlação, pela presença de grande heterogeneidade nos comportamentos setoriais, onde existem setores com sinais distintos. No período de janeiro de 1990 até agosto de 1994, caracterizado pela abertura dos mercados em um quadro de instabilidade macroeconômica, os coeficientes indicam uma maior intensidade na ligação destas variáveis. Os mark-ups praticados domesticamente passam a associar-se mais intensamente à taxa de câmbio real no quadro de abertura comercial do que no contexto de economia fechada. Por outro lado, o valor dos coeficientes de correlação cresce significativamente quando focaliza-se o período demarcado pela estabilização de preços.

Os valores para o conjunto da indústria passam de 0,06, no contexto de economia fortemente protegida em alta inflação, para $-0,52$, no ambiente em que a elevada incerteza era combinada à liberalização comercial. Estes números passam para $-0,77$, a partir da introdução do Plano Real. Em alguns setores o coeficiente transita de valores positivos para valores negativos. No quadro de estabilidade de preços, os mark-ups domésticos respondem mais intensamente aos movimentos da taxa de câmbio real do que em um quadro de economia aberta e elevada instabilidade macroeconômica.

Gráfico 2
Brasil – 1986 a 1996
Coeficiente de penetração das importações/consumo aparente
do total da indústria (%)



Fonte: Funcex; Haguenaer, Markwald & Porche (1997).

O Gráfico 2 descreve a evolução do coeficiente de penetração das importações para o conjunto da indústria. Pode-se verificar a tendência de retração do coeficiente agregado ao longo da década de 80, em um quadro de restrição de divisas, e o movimento de expressivo crescimento após a abertura, acelerada após o plano de estabilização.

A despeito da elevação do coeficiente importado, no contexto de alta inflação, alguns setores apresentaram movimentos localizados de elevação dos seus mark-ups. Este padrão pouco usual de associação entre as variáveis deve ser decorrência do fato de que, para estes setores, a pressão altista, embutida no cálculo de determinação do nível dos mark-ups desejados em alta inflação, superou os efeitos restritivos gerados pela abertura comercial.²²

A estabilização desativou os mecanismos altistas presentes no cálculo de formação de preços das firmas industriais em contextos de alta inflação. A eliminação destes mecanismos defensivos, em um quadro de apreciação da taxa de câmbio real e economia aberta, materializou-se em uma tendência generalizada de queda dos mark-ups praticados nos diversos setores, a partir de agosto de 1994.

No contexto de economia fortemente protegida, entre 1985 e 1990, a trajetória altista dos mark-ups foi descrita em paralelo à queda dos coeficientes de penetração das importações. Mesmo em contextos de apreciação da taxa de câmbio real, dados os diversos mecanismos de proteção que travavam parte expressiva das compras externas, as variáveis aparecem com forte correlação negativa, $-0,72$.²³ Não por acaso, no contexto de economia protegida, os sinais para o conjunto da indústria dos coeficientes de correlação entre a taxa de câmbio e os mark-ups estão invertidos relativamente aos sinais da correlação entre estes e a penetração das importações. Isto sugere, como seria esperado, que a apreciação cambial verificada no contexto de uma economia fortemente protegida não exerce uma pressão sobre a formação de preços tão expressiva quanto a imposta no cenário de uma economia aberta.

Como foi apontado anteriormente, a conjuntura que segue o lançamento do Plano Real materializou-se em uma retração generalizada das margens operacionais da indústria. A queda na proteção e a apreciação cambial real foram conjugadas à eliminação da pressão altista exercida sobre o nível dos mark-ups desejados em um contexto de elevada volatilidade das variáveis econômicas

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

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

fundamentais, pela reação defensiva das firmas ao risco de desvalorização do capital líquido. A combinação citada gerou uma tendência de queda nos mark-ups nos diversos setores da indústria (Pereira & Carvalho, 1998).

8. Traços gerais do ajuste financeiro da grande empresa privada entre os anos 80 e 90

Na década de 80, as decisões de investimento da grande empresa privada foram fortemente afetadas pela situação de crise vivida pela economia brasileira. Como consequência, as suas decisões de formação de preços deixam de refletir as estratégias de composição do funding dos investimentos planejados. No cenário de estrangulamento cambial, de políticas de ajuste das contas externas, e de crescente instabilidade macroeconômica, que seguem o choque externo do início dos anos 80, a lógica que orienta a formação de preços dos oligopólios domésticos passa a espelhar, fundamentalmente, o esforço de ajustamento da composição dos passivos velhos e a busca pela sustentação da rentabilidade sobre o estoque de capital imobilizado.

No contexto de instabilidade crescente dos primeiros anos da década de 80, as grandes empresas industriais do setor privado, via de regra, cortaram seus planos de expansão, elevaram (ou tentaram elevar) a participação das exportações em seus fluxos de caixa, reduziram os níveis de estoques retidos, ampliaram seus mark-ups e lograram preservar a rentabilidade, mesmo diante do quadro recessivo do período de 1981 a 1983 (Almeida, 1994). Os lucros retidos, em um quadro de baixo ritmo de crescimento tendencial dos ativos operacionais, poderiam ser canalizados para o desendividamento, para a aquisição de ativos financeiros de curto prazo ou remessas ao exterior, em um contexto de elevado risco de desvalorização do estoque de riqueza líquida. Neste cenário, as grandes empresas passaram a exigir um prêmio crescente para fazer frente ao risco de desvalorização dos ativos financeiros, ou seja, passaram a requerer a elevação das taxas de juros reais *ex ante* para reter a riqueza em ativos financeiros de curto prazo denominados em moeda doméstica.²⁴

(24) Sobre como o problema da “transferência interna” se vincula às decisões de porta-fólio dos agentes líquidos no contexto do ajuste externo nas economias endividadas ver: Frenkel et. al. (1991, 1992). A elevada instabilidade macroeconômica afeta as decisões de porta-fólio embutindo prêmios de risco que crescem exponencialmente nos diversos prazos. No limite, isto elimina a demanda por ativos de longo prazo e gera alterações abruptas na distribuição de ativos desejados e, portanto, na composição das carteiras, criando um viés em favor da demanda por ativos denominados em moeda estrangeira. Sob a ótica dos passivos, a regra é a busca do desendividamento visando restringir o crescimento do risco financeiro associado às obrigações contratuais fixas em contextos em que o estado de confiança no fluxo de caixa esperado é deteriorado pela volatilidade e instabilidade das receitas correntes e dos indexadores que regem as dívidas e seu serviço.

Nestas condições, as grandes empresas tiveram que definir, por meio de um comportamento convencional, o nível desejado de retenção de ativos líquidos em carteira e promover o desendividamento. No caso das firmas controladas pelo capital estrangeiro, este movimento certamente esteve associado ao crescimento do nível desejado das remessas de lucros (para as empresas nacionais este processo materializou-se no crescimento da fuga de capitais), aumentando as transferências intrafirma em função da elevada aversão ao risco e, via de regra, do baixo dinamismo dos mercados domésticos (que reforça a baixa demanda por fundos para inversão).²⁵

As empresas que carregavam estoques de passivos junto ao sistema financeiro interno buscaram, por sua vez, dada a crescente instabilidade, reduzir seus níveis de endividamento em moeda doméstica mediante a calibragem altista de seus mark-ups desejados. Não custa lembrar que o endividamento interno de curto prazo havia crescido no final dos anos 70 para as grandes empresas que promoveram a liquidação antecipada de suas obrigações externas, mediante a realização de Depósitos Remunerados em Moeda Estrangeira contra as autoridades monetárias.²⁶

O crescimento do custo implícito de carregar os estoques de passivos, diante do deslocamento dos patamares da inflação e da deterioração das condições de contratação do crédito interno, gerou uma pressão adicional para que os mark-ups desejados fossem dilatados.²⁷ Este processo de flexibilização das margens da grande empresa industrial privada permitiu a esta gerar os recursos requeridos para reduzir parte indesejada dos estoques de dívida. Esta mudança patrimonial foi perseguida em um quadro de ruptura dos canais e condições pregressas de financiamento, que se materializou no racionamento quantitativo do volume de crédito disponível e na alteração da percepção privada sobre os custos relativos de mobilizar os fundos junto às fontes internas e externas às firmas. Estes movimentos de elevação defensiva dos mark-ups, por

(25) As remessas de lucros, por parte das firmas estrangeiras, foram complementadas por mecanismos outros, ilegais, de envio de recursos ao exterior, como, por exemplo, os implícitos no uso de preços de transferência nas operações de comércio intrafirma. As empresas nacionais, é bom registrar, também possuíram participação ativa no processo de fuga de capitais. Ver, sobre o tema, Meyer & Basques (1989).

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

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

seu turno, geravam pressão adicional para aceleração do ritmo de variação dos preços. O deslocamento dos patamares da inflação, por sua vez, aumentava endogenamente o custo implícito, percebido pelas firmas alavancadas, associado ao risco de insolvência decorrente do carregamento de um dado estoque de dívida. Isto porque a elevação da inflação ampliava o risco de dispersão entre os preços que regem receitas e despesas financeiras, requerendo cortes ulteriores na magnitude dos passivos desejados e pressionando por novas rodadas de elevações dos mark-ups praticados.

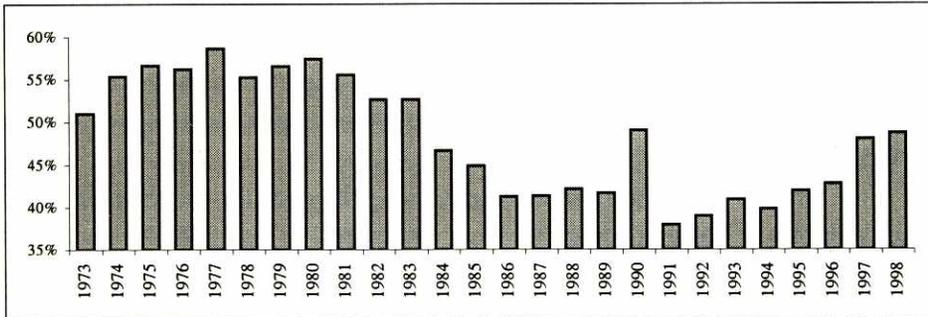
O Gráfico 3 ilustra a trajetória descrita pelo grau de endividamento da grande empresa privada na economia brasileira entre 1973 e 1998. A relação em foco avalia a parcela do ativo financiada com recursos de terceiros, em valores referentes a uma amostra de 500 grandes empresas privadas.

O gráfico permite visualizar a intensidade do ajuste patrimonial posto em curso na virada para a década de 80, quando ocorre a retração marcada do nível de endividamento das referidas empresas.²⁸ Na primeira metade da “década perdida”, o ajuste financeiro implementado diante da instabilidade crescente reduziu drasticamente o nível de endividamento das firmas (movimento consistente com o que seria esperado dos níveis de endividamento desejado em ambientes de instabilidade crescente) reforçando o papel do autofinanciamento como mecanismo de mobilização de recursos.²⁹

(28) O processo descrito deve ser acompanhado da retração do peso das dívidas financeiras na composição do conjunto dos recursos de terceiros usados pelas firmas. O referido índice não decompõe a evolução dos recursos de terceiros entre dívidas bancárias e outros itens não onerosos do passivo – como folha de salários e fornecedores. Como a evolução destes componentes na década de 80 apresentou maior estabilidade do que as dívidas financeiras, porque elas dependem de relações técnicas na relação com fornecedores e trabalhadores ao longo dos processos produtivos, as flutuações no endividamento financeiro/ativos totais devem ter sido, portanto, ainda mais intensas do que a descrita na evolução da razão ativos/recursos de terceiros. Para uma demonstração de que o ajustamento dos esquemas de financiamento das grandes empresas industriais brasileiras na década de 90, especialmente após a estabilização, envolveu um movimento de “financeirização” dos passivos, com o crescimento das dívidas financeiras relativamente ao montante dos recursos de terceiros mobilizados, ver Pereira (1999).

(29) Após uma pronunciada expansão do nível de alavancagem financeira das firmas privadas no ciclo expansivo da primeira metade dos anos 70, no contexto de forte expansão da inversão privada, os indicadores de endividamento mostram uma suave retração em 1978 e um repique nos anos de 1979 e 1980. Para uma discussão sobre os mecanismos de financiamento usados para viabilizar a expansão das firmas na economia brasileira no período de 1969 a 1975, e para a análise da evolução descrita pelas suas estruturas ativas e passivas, apoiada em dados do cadastro das declarantes da Secretaria da Receita Federal, ver Calabi, Reiss & Levy (1979). Cruz (1984) mostra, por outro lado, que a contraface da expansão da taxa de investimento doméstica, nos anos iniciais da década de 70, foi o crescimento da demanda por empréstimos em moeda estrangeira por parte da grande empresa privada, contraída junto aos eurobancos. A elevação das captações de firmas privadas, junto ao mercado internacional de créditos, verificou-se, nos primeiros anos da década de 70, em um quadro que combinava a vigorosa expansão da inversão do setor privado e um contexto internacional de baixas taxas de juros reais e de retração da demanda por fundos dos agentes de primeira linha dos países desenvolvidos. Nestas condições, de baixas taxas de juros internacionais e expressivo desempenho da inversão doméstica, a crescente participação dos países periféricos nos circuitos internacionais de financiamento privado permitia equacionar o problema microeconômico do financiamento de longo prazo da grande empresa privada. O referido movimento está inscrito no processo de reacomodação dos porta-fólios dos grandes bancos atuantes nos mercados *off shore*, que ampliaram os fluxos de empréstimos destinados à periferia capitalista visando gerar a diversificação das suas carteiras de créditos. Ver, sobre o processo de endividamento externo no período, Cruz (1984).

Gráfico 3
 Brasil – 1973/98
 Grau de endividamento médio das 500 maiores empresas privadas
 Exigível/Ativo total



Fonte: *Exame*. 500 Maiores e Melhores.

Como pode ser visto, entre 1980 e 1986, período que nos interessa mais diretamente, a grande empresa privada diminuiu, regra geral, a participação de recursos de terceiros no *mix* de financiamento de suas atividades, que em valores médios para a amostra referida cai de 57% em 1980 para cerca de 40% em 1986, e atinge o valor de cerca de 37% em 1991.³⁰ Estes valores refletem a intensidade do ajuste nos estoques de passivos, indicando o perfil defensivo da reestruturação patrimonial perseguida num contexto de elevada instabilidade e volatilidade das variáveis-chave para o cálculo econômico privado.

Certamente, a intensidade deste fenômeno deve variar de setor para setor. As atividades que possuem receitas relativamente estáveis, com baixa amplitude nas flutuações cíclicas, podem verificar uma redução relativamente menor do nível de endividamento desejado do que setores possuidores de receitas altamente correlacionadas às flutuações do nível de atividade de curto prazo.

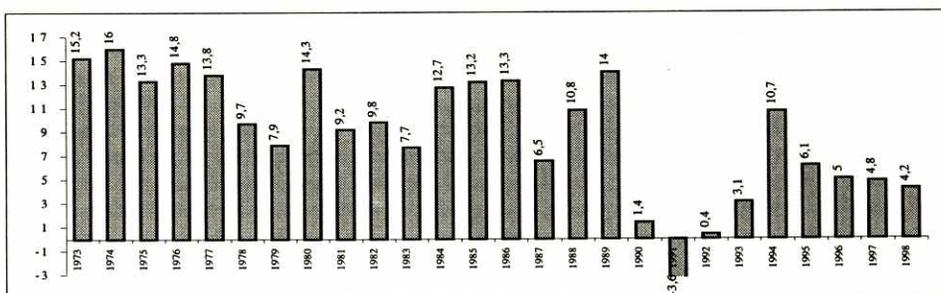
O ajuste nos estoques de dívida guarda correspondência com a alteração no perfil dos fluxos de gastos e dos mecanismos de mobilização dos recursos. Nos primeiros anos da década de 80 (1981/83) o ajuste nos fluxos esteve associado à queda do nível de investimento, à elevação dos *mark-ups* desejados e à elevação do coeficiente exportado das grandes empresas privadas, em um

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

contexto de queda da absorção doméstica. A mudança no perfil dos fluxos de caixa viabilizou a reestruturação financeira caracterizada pelo desendividamento. Esta virtualmente digeriu o peso dos estoques de dívidas contraídas na trajetória expansiva pregressa, em um contexto em que a instabilidade crescente elevava autonomamente o nível de risco embutido no carregamento de dívidas.

A partir de 1981, as grandes empresas privadas ingressam em uma trajetória de progressiva retração do uso de recursos de terceiros na composição das estruturas passivas. A elevação dos mark-ups foi complementada, em um primeiro momento, pela desvalorização real das dívidas promovida pela prefixação das correções cambial e monetária e pela transferência do risco cambial para o setor público, via DRME (Almeida, 1994). A elevação das margens viabilizou que as grandes empresas privadas obtivessem, via de regra, resultados positivos em contextos de alta instabilidade do produto industrial, preservando a rentabilidade no cenário de estrangulamento externo e, posteriormente, de queda da absorção doméstica, como demonstra o Gráfico 4.³¹ A magnitude dos fundos internos gerados depende da rentabilidade obtida sobre os capitais próprios. O ajuste nas margens permitiu amortecer a queda da rentabilidade, nos contextos de retração do produto industrial, entre 1981 e 1983, e permitiu que as firmas gerassem fundos internos requeridos para ajustar, ao longo do tempo, o perfil dos passivos retidos em contextos de riscos financeiros crescentes. A aceleração inflacionária, inscrita nos comportamentos defensivos de formação de preços sob alta inflação, criava endogenamente o crescimento do risco financeiro associado às obrigações contratualmente fixas, estimulando o progressivo desendividamento das firmas industriais privadas.

Gráfico 4
Brasil – 1973/98
Rentabilidade sobre patrimônio líquido para as 500 maiores empresas privadas
Lucro líquido ajustado/Patrimônio líquido ajustado – em %



Fonte: Exame. 500 Maiores e Melhores.

(31) O referido resultado foi demonstrado em trabalhos que discutem o ajuste patrimonial de grandes empresas e bancos no contexto do ajuste externo na primeira metade dos anos 80. Ver Almeida (1994) e Gonçalves & Laplane (1994).

A sustentação da rentabilidade, em um contexto de ajuste do setor externo e crescimento da volatilidade das variáveis macroeconômicas, foi decorrente do impacto da elevação dos mark-ups sobre os resultados operacionais das grandes empresas e do efeito da elevação das taxas de juros reais sobre as receitas financeiras das firmas líquidas.³² Na virada para os anos 80 este resultado foi favorecido pelos mecanismos de desvalorização de parcela real dos estoques de dívidas, implementados através da prefixação das correções cambial e monetária (Almeida, 1994).³³ Parcela expressiva do esforço de geração de fundos internos às firmas, sustentado pela calibragem altista dos mark-ups desejados, foi esterilizada mediante retração dos seus níveis de endividamento praticados. Ou seja, a elevação dos mark-ups, em uma tendência de virtual estagnação com amplas flutuações do produto industrial, financiou parte do ajuste financeiro da grande empresa privada (Almeida, 1994). Os coeficientes de correlação simples entre o grau de alavancagem financeira e os índices de mark-ups industriais revelam, como esperado, uma alta correlação negativa, de cerca de $-0,81$ entre 1991 e 1998 e $-0,72$, entre 1985 e 1998 (excluindo o ponto fora da curva de 1990).

A contraface desta modificação da matriz de fundos e usos desejados é a queda drástica do ritmo de crescimento dos ativos operacionais controlados pelas firmas. A manutenção da rentabilidade sobre os capitais próprios, perseguida através de um ajustamento de margens em um quadro de elevada incerteza e queda da inversão desejada, associou-se à busca do desendividamento. A retração do uso de recursos de terceiros na composição desejada das estruturas passivas das firmas, sob alta inflação, absorveu os fundos gerados internamente. Os fundos internos, que na década de 70 serviram como base para financiar a expansão acelerada dos ativos fixos e circulantes sobre

(32) Os índices de liquidez para o universo das “500 Maiores e Melhores” da revista *Exame* sugerem que as grandes empresas do setor privado ingressaram na década de 80 com mais ativos de curto prazo do que passivos circulantes, ainda que a posição de liquidez tenha se deteriorado em relação aos anos de boom na década de 70. Os referidos índices de liquidez sugerem que nos primeiros anos da década (a despeito do impacto negativo das prefixações de câmbio e correção monetária sobre as firmas mais líquidas) parte expressiva das grandes empresas possuía mais ativos vinculados a taxas de juros do que dívidas financeiras (a despeito de terem uma posição aparentemente menos líquida do que no auge expansivo da década de 70). Neste contexto, a sustentação de elevadas taxas de juros, inscrita na lógica do ajuste monetário do balanço de pagamentos, deve ter melhorado o resultado financeiro das empresas mais líquidas (que possuem mais ativos financeiros indexados às taxas de juros de curto prazo do que dívidas indexadas pelas taxas de curto prazo). Este mecanismo amorteceu o impacto negativo da queda da atividade sobre a rentabilidade das grandes empresas líquidas no período, como reforçou as assimetrias, favorecendo e premiando as firmas relativamente mais avessas ao risco e possuidoras de uma melhor razão entre ativos financeiros/dívidas financeiras.

(33) A prefixação das correções monetária e cambial, na virada para a década de 80, gerou um efeito *once and for all* de melhoria da posição patrimonial das firmas mais alavancadas e menos líquidas e deteriorou a posição dos agentes que carregavam mais ativos indexados do que dívidas indexadas. Isto porque ela impõe a desvalorização real das dívidas bancárias indexadas pelo câmbio ou pelas ORTNs. As firmas que possuíam uma elevada carteira de títulos públicos pós-fixados, superior ao estoque de dívidas, foram negativamente afetadas por estas medidas. As medidas em questão, por outro lado, melhoraram a posição patrimonial das firmas com estoque de dívidas superior ao estoque de ativos financeiros pós-fixados, facilitando o ajuste financeiro das firmas mais alavancadas. Ver Almeida (1994).

controle das firmas (Calabi, Reiss & Levy, 1979; Filardo, 1979) foram canalizados, no contexto de instabilidade crescente nos anos 80, para o processo de ajuste defensivo caracterizado pela introversão financeira das grandes empresas.³⁴

Ao longo da década de 90, simetricamente, verifica-se uma tendência de suave crescimento da participação dos recursos de terceiros na composição do financiamento das estruturas ativas das firmas. No contexto de abertura comercial e de queda drástica do nível de atividade, o grau de endividamento praticado eleva-se gradualmente. Este transita de 37,9% para 40,9% do ativo financiado com recursos de terceiros entre 1991 e 1993. Após a estabilização, o nível de endividamento das grandes empresas privadas cresce acentuadamente, atingindo a cifra de 48,7% em 1998, a despeito do fato de ele não retornar para o patamar médio verificado na década de 70.³⁵

As razões desta tendência ascendente do grau de endividamento nos anos noventa devem ser buscadas, antes de tudo, na reinserção aos mercados financeiros internacionais. Tal marco altera o custo dos recursos disponíveis às

(34) A expressão macroeconômica do crescimento da instabilidade, que acompanha o esforço de geração e sustentação dos megassuperávites comerciais requeridos para arcar com o serviço da dívida externa, é a retração da taxa agregada de investimento. Ver Pires de Souza (1996). A evolução da FBKF, a preços constantes, revela a queda acentuada do investimento agregado como parcela do produto ao longo dos anos 80 e, também, a elevação do peso representado pela construção civil no conjunto do esforço de investimento total. A diminuição da taxa agregada de inversão foi sobreposta ao encarecimento relativo dos bens de capital e da construção civil. Neste contexto, a economia destinava uma parcela menor do produto nominal para a inversão e esta parcela reduzida traduzia-se em um volume físico relativamente menor de adição ao estoque de capacidade produtiva, devido ao encarecimento relativo dos bens de capital importados, nacionais e da construção civil em relação aos demais preços da economia. Neste contexto, a FBCF como parcela do PIB caiu significativamente, em paralelo ao encarecimento da unidade de investimento. A composição da taxa de inversão sofreu transformações caracterizadas pela desaceleração da inversão pública, em decorrência da crise fiscal-financeira que estrangulou a capacidade de gasto das estatais fortemente endividadas.

(35) A elevação dos índices de endividamento da grande empresa na década de 70 realiza-se em contextos de vigorosa expansão do investimento do setor privado. O crescimento das vendas e da inversão materializa-se, sob a ótica das firmas, na necessidade de mobilização de fundos para viabilizar a aquisição de ativos fixos e circulantes. Como a inversão traduz-se em expansão descontínua da capacidade produtiva, observa-se uma defasagem entre a desaceleração da taxa de inversão privada e a queda na demanda por fundos relativos à expansão das vendas. Estas defasagens transmitiram-se na evolução dos indicadores que captam a participação do uso de capitais de terceiros relativamente ao de capitais próprios desta classe de empresas. A queda da inversão, se a economia continua a crescer, traduz-se no crescimento do peso relativo da demanda por fundos requeridos para viabilizar a expansão do capital de giro relativamente à dos ativos fixos. O referido processo reflete, neste contexto, o impacto do maior ritmo de crescimento dos ativos circulantes, em relação aos fixos, na composição do perfil dos fundos demandados pelas firmas. Segundo Calabi, Reiss & Levy (1979) a evolução dos fundos usados para ampliar os ativos operacionais das empresas privadas na indústria de transformação, no período de 1972 a 1975, revela a queda do peso relativo dos desembolsos com ativos fixos/ativos totais e o crescimento dos gastos com ativos circulantes/ativos totais. O referido movimento, por outro lado, realiza-se no período em que decresce a participação das captações privadas no total dos fluxos de endividamento das firmas não financeiras junto ao euromercado (Cruz, 1984). A manutenção de elevados índices de liquidez, combinados à elevação dos índices de endividamento das empresas privadas no período de desaceleração da inversão, por outro lado, sugere que a opção pelo uso de recursos de terceiros, mobilizados basicamente através do endividamento bancário interno e externo e da relação com os fornecedores, realizou-se em um contexto em que o endividamento elevava a rentabilidade sobre o patrimônio, a despeito das grandes empresas disporem, via de regra, de recursos próprios líquidos que poderiam ser utilizados no financiamento da expansão de suas atividades.

grandes empresas privadas possuidoras de escala suficiente para ingressar neste circuito. Este movimento “exógeno” de recuperação dos fluxos de financiamento voluntário para os países endividados aparece, para as empresas de primeira linha destas economias, como uma retração dos custos associados à captação de recursos de terceiros denominados em moeda estrangeira, ligados à evolução das condições vigentes nos mercados monetário-financeiros das principais economias desenvolvidas.³⁶

A trajetória descrita pelos fluxos de capital, em especial pelos empréstimos em moeda na década de 90, sugere que parcela da elevação dos indicadores de endividamento empresarial decorre do esforço das firmas sustentarem a rentabilidade sobre o capital próprio, através das operações de arbitragem financeira. A forte concentração das captações externas das firmas não financeiras em títulos de prazo relativamente curto, entre um e dois anos, sugere que a elevação dos indicadores de endividamento no princípio dos anos 90 se inscreve em um quadro de mudança na estrutura de financiamento do capital de giro e de forte elevação da arbitragem financeira comandada pelos tomadores (Pereira, 1999).³⁷ No momento de crescimento expressivo das captações externas das firmas privadas, a apreciação cambial real, gerada na transição para o Plano Real, produziu um efeito de “desvalorização real” de

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

(37) Os estímulos à captação externa viabilizaram a recomposição do nível de reservas internacionais. A transição para a gestão ortodoxa de Márcio Marques Moreira, no contexto de forte crise política e fracasso da estratégia de estabilização do Plano Collor I, elevou fortemente a atratividade das operações de captação externa, mediante a introdução de uma regra de minidesvalorizações cambiais com pequeno viés para a apreciação real da moeda – inflando o *coupon* cambial e minimizando a incerteza decorrente das flutuações cambiais sobre a taxa de retorno das aplicações domésticas em moeda estrangeira. A volatilidade do câmbio real foi amplificada, sob alta inflação, no regime de câmbio flutuante, instituído no início dos anos 90, no contexto do Plano Collor I. Neste período, a evolução dos diferenciais de juros internos/externos explodiu. A paridade coberta e descoberta das taxas de juros revela o crescimento brutal da atratividade das operações de captação externa. Ver, sobre a evolução dos diferenciais de juros interno e externo nos anos 90, Garcia & Barcinski (1996). A elevação da atratividade das fontes externas de financiamento sugere que o crescimento dos indicadores de endividamento empresarial deve ser acompanhado da maior participação relativa das dívidas denominadas em moeda estrangeira, no conjunto dos estoques de dívidas retidas pelas firmas. As captações de curto prazo devem ter substituído o financiamento bancário interno e devem ter financiado a aquisição de ativos financeiros domésticos. A contrapartida deste movimento deve ter sido decomposta em mudanças na estrutura do endividamento bancário, no lado passivo, e de elevação do peso dos ativos financeiros na composição do ativo circulante das firmas. No contexto de exposição da indústria à concorrência externa e elevada instabilidade do produto real e das variáveis macroeconômicas, a trajetória de elevação dos diferenciais das taxas de juros opera como fator adicional de diferenciação das firmas dentro dos respectivos mercados. O crescimento das assimetrias financeiras, entre as firmas qualificadas a operar nos mercados internacionais e aquelas que não possuem acesso aos recursos externos, reflete-se nos seus resultados não operacionais. A elevação dos diferenciais das taxas de juros afeta positivamente as firmas menos avessas ao risco que podem captar externamente, enquanto afeta negativamente aquelas que dependem do financiamento bancário doméstico e não podem captar nos mercados internacionais.

parcela dos estoques de dívidas denominadas em moeda estrangeira. Este fenômeno deve ser responsável pela suave retração nos indicadores de endividamento das empresas privadas verificada no Gráfico 3, mesmo em contextos de notável dinamismo das captações externas de recursos.

Além disso, a volatilidade *ex post* das taxas de juros reais cai sensivelmente após a estabilização. Como ilustração, observe-se que a variância da taxa de juros real (estimada com base na taxa do CDI e no IGPDI centrado da FGV) caiu expressivamente após o Plano Real, transitando de uma cifra de 1.154,5 (entre janeiro de 1985 e junho de 1994) para cerca de 127,4 (entre agosto de 1994 e dezembro de 1998) caindo mais de nove vezes relativamente ao período de alta inflação. A queda da volatilidade dos juros reais ocorreu em paralelo à elevação da taxa de juros real média interna no período em tela, que transitou, para a referida estimativa, de um patamar médio de 10% no período de 1985 a julho de 1994, para um patamar médio de 23,3% entre agosto de 1994 e dezembro de 1998. A elevação das taxas de juros reais internas e a queda da instabilidade doméstica reforçaram, em paralelo à política cambial que fornecia previsibilidade para a taxa de câmbio nominal, o viés pró-endividamento em moeda estrangeira nas operações dos tomadores de primeira linha após 1994. A queda da volatilidade dos juros internos traduz-se na diminuição do risco financeiro embutido nos contratos de dívida definidos em termos nominais. Na ótica privada, este movimento aparece como um deslocamento para a direita da curva que revela a percepção do custo implícito associado à formação de uma unidade adicional de dívida denominada em moeda doméstica por parte das firmas. Um dado nível de taxa de juros real esperada está associado a um volume mais elevado da demanda por crédito, todo o mais constante. A estabilidade eliminou o viés pró-desendividamento presente em um regime de alta inflação.

A análise comparada dos indicadores de rentabilidade, nos contextos de retração do produto industrial (1981 e 1983) com o desempenho das firmas privadas nas conjunturas em que a queda do produto realiza-se nos marcos de uma economia aberta (1990 e 1993) sugere a importância da mudança da regra de formação de preço sobre a capacidade das firmas gerarem os fundos internos requeridos para financiar os gastos planejados. Nos anos 80, a retração do produto industrial foi acompanhada pelo ajuste da grande empresa privada, que logrou preservar sua rentabilidade através do manejo dos mark-ups desejados e diversos outros expedientes. No período de 1981 a 1983, o universo das empresas contempladas na referida amostra obteve uma taxa de retorno médio sobre os capitais próprios da ordem de 9%. Esta cifra é inferior à média verificada em momentos de vigorosa expansão do produto, porém muitíssimo superior aos valores médios verificados no período de recessão com economia aberta, 1990/93, próximos a 0,5%.

A queda dos níveis de proteção aos mercados domésticos, que segue a liberalização comercial no início dos anos 90, gerou uma mudança na percepção privada do custo implícito de influir no ritmo de geração de poupanças internas através da formação de preços. O impacto da abertura comercial sobre o poder de mercado das firmas modificou estruturalmente os parâmetros balizadores das decisões empresariais de determinação do nível de alavancagem desejada.

O viés altista dos mark-ups, verificado no contexto de alta inflação, economia protegida e racionamento do crédito externo (1981/89), foi combinado à intensa retração no uso de fundos de terceiros nos esquemas de financiamento das grandes empresas. A sobreposição de reinserção financeira externa, abertura comercial e alta instabilidade (1990/93) impôs freios ao processo de ampliação defensiva das margens, sendo paralela à reversão da tendência de queda do grau de endividamento. A combinação de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização com câmbio apreciado (1994/98) desativou os mecanismos de ampliação defensiva e criou uma forte pressão restritiva sobre os mark-ups, materializando-se em uma tendência de queda desta variável. Esta compressão de margens foi paralela a um expressivo crescimento da alavancagem financeira das empresas industriais.

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

Thiago Rabelo Pereira é economista
do BNDES/FINAME.

Bibliografia

- ALMEIDA, J. S. G. *Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80*. Campinas: UNICAMP. IE, 1994. (Tese, Doutorado).
- BAER, M. *O rumo perdido – A crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- _____. Sistema Financeiro Internacional: oportunidades e restrições para o financiamento do desenvolvimento. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, n. 42, jul. 1995.
- BAUMAN, R., RIVERO, J., ZAVATTIERO, Y. *As tarifas de importação no Plano Real*. [s.l.]: Cepal, maio 1997. (Mimeogr.).
- BIELCHOWSKY, R. *Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97*. Brasília: Cepal, 1998. (Mimeogr.).
- CALABI, A., REISS, G., LEVY, P. M. *Estrutura de capitais e geração de poupanças internas às firmas*. São Paulo: USP. FIPE, 1979.
- CAPORALE MADI, M. A. *Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana*. Campinas: UNICAMP. IE, 1994. (Tese, Doutorado).

- CARDIM DE CARVALHO, F. Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós keynesiana. *Revista de Economia Política*, (40), v. 10, n. 4, out./dez. 1990.
- CARNEIRO, R. M. *Crise, estagnação e hiperinflação*. Campinas: UNICAMP. IE, 1991. (Tese, Doutorado).
- CARTA DA SOBEETE. *Forte crescimento das remessas de lucros e dividendos*. maio 1997.
- COSTA, F. N. Bancos: da repressão à liberalização. *Economia & Empresa*, Universidade Mackenzie, v. 2, n. 1, jan./mar. 1995.
- _____. Circuito de financiamento na economia brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 9, dez. 1997.
- CRUZ, P. R. D. *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta*. São Paulo: Brasiliense, 1984. (Tese, Doutorado).
- _____. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira no pós-guerra. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, dez. 1994.
- _____. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. *Nova Economia*; Belo Horizonte, v. 5, n. 1, ago. 1995.
- DAMILL, M., FANELLI, J. M., FRENKEL, R. De México a México: el desempeño de América Latina en los 90. *Revista de Economia Política*; v. 16, n. 4, out./dez. 1996.
- DEVLIN, R., FFRENCH DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. 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, 1995.
- EICHNER, A. S. *The megacorp and oligopoly: micro-foundations of macro-dynamics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1976.
- FANELLI, J. M., FRENKEL, R., ROZENWURCEL, G. Crescimento e reforma estrutural en América Latina. In: ADONDE VA América Latina. Santiago: Cieplan, 1992.
- FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (Org.). Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas. México, DF: CEPAL/El Trimestre Económico/Fondo de Cultura Económica, 1995.
- FILARDO, M. L. R. *Fontes de financiamento das empresas no Brasil*. São Paulo: USP. FEA, 1979.
- FRANCO, G. H. B. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Ed. Francisco Alves, 1995.
- FRENKEL, R. Decisões de preço em alta inflação. *Estudios Cedes*, 1979.
- _____, FANELLI, J. M. Estabilidad y estructura – Interacciones en el crecimiento económico. In: KATZ, J. M. (Org.). *Estabilización macroeconómica, reforma estructural y comportamiento industrial*. [s.l.]: CEPAL/IDRC/Aliança Editorial, 1995.

- FRENKEL, R. et al. *Shock externo y desequilibrio fiscal: la macroeconomia de América Latina en los ochenta*. [s.l.]: Cedes, 1991.
- _____ et al. Crescimento e reforma estrutural em América Latina. In: ADONDE va América Latina. Santiago: Cieplan, 1992.
- GARCIA, M., BARCINSKI, A. Capital flows to Brasil in the nineties: macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 24, 1996. *Anais...*
- GONÇALVEZ, A. L., LAPLANE, M. Dinâmica recente da indústria brasileira e desenvolvimento competitivo. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, dez. 1994.
- HAGUENAUER, L., MARKWALD, R., PORCHE, H. *Estimativas de valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação da indústria brasileira (1985/1996)*. Brasília: FUNCEX/IPEA, 1997. (Mimeogr.).
- HAY, D. A. *The post 1990 Brazilian trade liberalization and the performance of large manufacturing firms: productivity, market share and profits*. Brasília: IPEA, jul. 1997. (Mimeogr.)
- KANDIR, A. *A dinâmica da inflação*. São Paulo: Nobel, 1989.
- KHUME, H. *A política de importação no Plano Real e a estrutura de proteção efetiva*. Brasília: IPEA, maio 1996. (Texto para Discussão, n. 423).
- LOPES, F. O mecanismo de transmissão de política monetária em uma economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*; v. 17, n. 3, jul./set. 1997.
- MARGARIDO, S. P. *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*. Campinas: UNICAMP. IE, dez. 1997. (Dissertação, Mestrado).
- MENDONÇA DE BARROS, L. C. A moeda indexada. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 2, ago. 1993.
- MEYER, A., BASQUES, M. S. *Fuga de capitais no Brasil*. [s.l.]: FGV/IBRE/CEME, 1989.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MIRANDA, J. C. Restruturação industrial em um ambiente de instabilidade macroeconômica: o caso do Brasil. In: KATZ, J. M. (Org.). *Estabilización macroeconômica, reforma estrutural y comportamiento industrial*. [s.l.]: CEPAL/IDRC, Aliança Editorial, 1995.
- MOREIRA, M. M., CORRÊA, P. G. *Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo*. [s.l.]: BNDES/DEPEC, 1996. (Texto para Discussão BNDES, n. 49).
- NONNENBERG, M. *Impacto dos financiamentos sobre o crescimento das importações brasileiras: 1992 – 1995*. Brasília: IPEA, ago. 1996. (Texto para Discussão, n. 432).

- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. Taxa cambial real e os saldos comerciais. *Revista de Economia Política*, v. 5, n. 2, abr./jun. 1995.
- PEREIRA, T. R. *Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa*. Campinas: UNICAMP. IE, maio 1999. (Dissertação, Mestrado).
- _____, CARVALHO, A. *Abertura comercial, mark ups setoriais domésticos e rentabilidade relativa das exportações*. Brasília: IPEA, jul. 1998. (Texto para Discussão, n. 571).
- PIRES DE SOUZA, F. E. *O investimento antes e depois do Plano Real*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996. (Mimeogr.).
- POSSAS, M. L. *A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo: Brasiliense, 1987.
- _____. Racionalidade e regularidades: rumo a integração micro-macrodinâmica. *Economia e Sociedade*; Campinas, n. 2; ago. 1993.
- RODRIGUES, R. I. *Empresas estrangeiras e fusões e aquisições: os casos dos ramos de autopeças e de alimentação/bebidas em meados dos anos 90*. Brasília: IPEA, jan. 1999. (Texto para Discussão, n. 622).
- SIMONSEN, M. H. *Trinta anos de indexação*. Rio de Janeiro: FGV, 1995.
- STEINDL, J. *Maturidade e estagnação no capitalismo americano*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- STIGLITZ, J., WEISS, E. A credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, v. 71, n. 5, 1981.
- SYLOS LABINI, P. *Oligopoly and technical progress*. Cambridge: Harvard University Press, 1962.
- TAVARES, M. C. As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. In: _____, FIORI, J. L. (Org.). *Desajuste global e modernização conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1996.
- _____, BELLUZO, L. G. Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. REGO, J. M. (Org.). *Inflação inercial, teorias sobre a inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

Resumo

O trabalho procura explorar a conexão entre as decisões de formação de preços das firmas industriais e a adaptação dos seus esquemas de financiamento no quadro de transição de uma economia fechada, submetida a um rígido racionamento do crédito externo e operando em alta inflação, para o cenário da década de 90. Este é caracterizado pela reinserção aos circuitos financeiros internacionais, pela queda dos níveis de proteção dispensados à indústria, e, a partir de 1994, pelo processo de estabilização. A dimensão defensiva do comportamento empresarial em alta inflação manifestava-se na pressão altista exercida sobre os mark-ups desejados e no viés pelo desendividamento. O viés altista dos mark-ups, verificado no contexto de alta inflação, economia protegida e racionamento do crédito externo (1981/89), foi combinado à intensa retração no uso de fundos de terceiros nos esquemas de financiamento das grandes empresas. A sobreposição de

reinserção financeira externa, abertura comercial e alta instabilidade (1990/93) impôs freios ao processo de ampliação defensiva das margens, sendo paralela à reversão da tendência de queda do grau de endividamento. A combinação de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização com câmbio apreciado (1994/98) desativou os mecanismos de ampliação defensiva e criou uma forte pressão restritiva sobre os mark-ups, materializando-se em uma tendência de queda desta variável. Esta compressão de margens foi paralela a um expressivo crescimento da alavancagem financeira das empresas industriais.

Palavras-chave: Formação de preço; Mark-up; Esquemas de financiamento; Regime de alta inflação.

Abstract

The paper focuses on the existing connection between price formation decisions and the standards of financial adjustment of the Brazilian big industrial companies. It discusses the impact of the transition from the eighties to the nineties in corporate funding standards. The link between the mark up changes and funding decisions is underlined. The eighties was marked by a situation of high levels of industrial protection, a rigid external credit constraint and high inflation. The key environmental changes during the nineties, by contrast, can, in short, be described as consequences of the reconnection of the main domestic credit takers in the international financial markets, the drastic drop on the level of protection given to domestic producers and, starting from 1994, the stabilization process. The defensive behavior of firms under the high inflation regime and closed economy materialized as an upper bias in price decisions. The perceived risk of capital loss in a highly unstable environment pushed up the industrial mark-ups. The upper bias in the mark up decision under high inflation was linked to a defensive tendency of companies to move away from any kind of financial debt in the liability side of balance sheets – decreasing the leverage standards throughout the eighties. During the 1990/93 period, the reinsertion in international capital flows was combined with the reduction in protection levels. That situation slowed down the high inflation defensive tendency to push up mark-ups. After stabilization, some of the mechanisms that shaped the defensive behavior of firms were deactivated. The combination of open economy, high volumes of external credit, stabilization and real exchange rate appreciation put a restrictive pressure in the levels of industrial mark-ups and changed the disposition of firms to assume different forms of debt – slowly reshaping the composition of the liability side of balance sheets.

Key words: Price formation; Mark-up; Finance; Funding; High inflation regime.