

*A Determinação da Taxa de Juros
em uma Economia Financeiramente Aberta*

Roberto Moreno Moreira

"Rating", Previsão de Concordatas e Falências no Brasil

Luiz Augusto de Bragança e Sérgio Luiz de Bragança

*O Porte dos Mercados de Ações e Debêntures:
Brasil Versus Países Industrializados (1970-83)*

Domingos de Gouveia Rodrigues

*A Crise do Mercado Paralelo de Letras:
Causas e Consequências sobre a Reforma Financeira de 1964-66*

Júlio Sérgio Gomes de Almeida

*Análise Crítica do Livro "Conglomerados Financeiros:
Análise de seu Desempenho no Brasil (1978-1981)"*

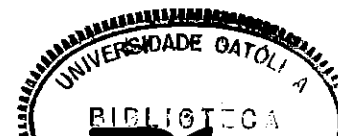
Marcelo Alceu Amoroso Lima

*Réplica à Análise Crítica do Livro "Conglomerados Financeiros:
Análise de seu Desempenho no Brasil (1978-1981)"*

Luiz Antônio Perdigão



105048



CS/C 9093

332.678

Revista
Brasileira de
Mercado
de Capitais**Rbmec**

B C — PUC

Revista trimestral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC
Registrada no DPF sob o nº 1.295 — P. 209/73

Volume 11

Número 33

Janeiro / Março

CONSELHO EDITORIAL**PAULO GUEDES****ROBERTO MONTEZANO****EDUARDO NOVO COSTA PEREIRA****LUIZ AUGUSTO DE BRAGANÇA****Editor Responsável: Roberto M. Montezano****Secretária: Maria Heloisa de Souza**

- Os artigos desta revista são de responsabilidade exclusiva de seus autores.
- É permitida a reprodução total ou parcial, desde que citada a fonte.

NORMAS EDITORIAIS

1. Os prazos para a entrega de originais referentes aos números da Rbmec são os seguintes: 1º número: até 10 de janeiro; 2º número: até 10 de abril; 3º número: até 10 de julho; e 4º número: até 10 de outubro. 2. Os trabalhos submetidos à publicação deverão ser inéditos, sob a forma de artigos, notas, comentários e resenhas. 3. Os originais submetidos à publicação deverão ser enviados ao Editor, ou a um Conselheiro, em duas cópias datilografadas em espaço dois, divididos em itens. As páginas devem ser numeradas. 4. Os originais deverão ser redigidos em português, espanhol, inglês ou francês, contendo de 20 a 30 laudas. 5. Os originais deverão vir acompanhados de resumo (aproximadamente 80 palavras) que forneça uma visão global do assunto enfocado, bem como de uma nota sobre o autor, incluindo dados sobre sua formação acadêmica e posição profissional. 6. Referências bibliográficas, mesmo que citadas em nota de rodapé, deverão ser listadas ao fim do trabalho, contendo claramente o nome do autor, título do artigo ou livro, editora, volume, número e data da publicação e número de páginas. 7. Os trabalhos publicados na Rbmec não são remunerados.

Composição, diagramação, montagem e arte final:
Paulo Alves

Departamento Comercial

Secretária: Vitória Cristina de Almeida Vieira
Av. Beira Mar s/nº, anexo ao MAM — Telefone: 210-1292
Rio de Janeiro — RJ

Número Avulso: Cr\$ 10.500; Assinatura Anual: Cr\$ 31.500 (individual) e Cr\$ 38.000 (institucional)

CONSELHO DIRETOR – Presidente: João Paulo dos Reis Velloso – Vice-Presidente: Herculano Borges da Fonseca – Conselheiros: Ary Waddington – Carlos Brandão – Cássio José Monteiro França – Célio de Oliveira Borja – Celso da Rocha Miranda – Christiano Guimarães Fonseca – Eduardo Rocha de Azevedo – Enio Rodrigues – Fernando Stamile Coutinho – Francisco Sanchez – Iran Siqueira Lima – Jorge Hilário Gouvêa Vieira – Miguel Couto Netto Pires Gonçalves – Paulo Setúbal Netto – Sérgio Augusto Ribeiro

DIRETORIA EXECUTIVA – Vice-Presidente Executivo: Paulo Guedes – Diretor Técnico do Centro de Estudos Econômicos: Eduardo Novo Costa Pereira – Diretor Técnico do Centro de Estudos Financeiros e Empresariais: Luis Augusto de Bragança – Diretor de Desenvolvimento e Programas: Rony Rodrigues de Oliveira – Diretor Administrativo e Financeiro: Antonio Mello Alvarenga Neto – Diretor de Ensino e Pesquisas: João Luiz Mascolo.

CORPO TÉCNICO PERMANENTE

CENTRO DE ESTUDOS ECONÔMICOS – Antonio Carlos Figueiredo Pinto, Beatriz Campos de Oliveira Guedes, Kátia Dornellas Reis Sá, Maria Tereza Carvalho de Oliveira Borja, Miguel Dirceu F. Tavares, Roberto M. Montezano, Roberto Moreno Moreira, Rosaline Phillips M. Nunes, Ubiratan Jorge Iorio de Souza.

CENTRO DE ESTUDOS FINANCEIROS – Domingos de Gouveia Rodrigues, Kátia Cristina da Costa Muniz, Maria Rosário Amatto.

CENTRO DE PROCESSAMENTO DE DADOS – Aloísio Loyola, Dario Teixeira Leite, Antonio Carlos Alves de Figueiredo, Lindenberg Toledo.

DIRETORIA DE ENSINO E PESQUISAS – Antonio de Araújo Freitas Jr., Honório Kume, Solange de Oliveira Roza.

SEDE: Av. Beira Mar, s/n.^o – Anexo ao MAM – CEP 200021 – Rio de Janeiro
Caixa Postal 6047 e 6062 – CEP 20145 – Tel.: 210-1292 e 240-9984

Revista brasileira de mercado de capitais, v. 1 – n. 0 – set./dez. 1974 –
Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1974 –

v. 23 cm. trimestral.

1. Mercado de Capitais – Periódicos. I. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.

CDU: 332.61/63 (05)
CDD: 332.605

SUMÁRIO

Artigos

- 5 A Determinação da Taxa de Juros em uma Economia Financeiramente Aberta

Roberto Moreno Moreira

- 33 “Rating”, Previsão de Concordatas e Falências no Brasil

Luiz Augusto de Bragança e Sérgio Luiz de Bragança

- 49 O Porte dos Mercados de Ações e Debêntures: Brasil Versus Países Industrializados (1970–83)

Domingos de Gouveia Rodrigues

- 61 A Crise do Mercado Paralelo de Letras: Causas e Consequências sobre a Reforma Financeira de 1964–66

Júlio Sérgio Gomes de Almeida

Resenha

- 79 Análise Crítica do Livro “Conglomerados Financeiros: Análise de seu Desempenho no Brasil (1978–1981)”, de Luiz Antônio Perdigão

Marcelo Alceu Amoroso Lima

- 87 Réplica à Análise Crítica do Livro “Conglomerados Financeiros: Análise de seu Desempenho no Brasil (1978–1981)”

Luiz Antônio Perdigão

A Determinação da Taxa de Juros em uma Economia Financeiramente Aberta

Roberto Moreno Moreira

Neste artigo, a questão central é a de examinar as variáveis que determinaram a taxa de juros no mercado de empréstimos no Brasil, no período 1977-1982. Entre suas principais conclusões, o estudo indica que o custo esperado do empréstimo externo foi relevante entre 1977 e 1979, mas não teve nenhuma influência sobre a taxa de juros doméstica no triênio 80-82. Ao contrário, a rentabilidade das LTNs foi insignificante no primeiro sub-período e importante no segundo, exatamente quando o crescimento do déficit público acelerou-se.

The central issue in this article is the examination of the variables which determined interest rates in Brazil in the period 1977-1982. Among others the study points out that the expected cost of the foreign debt was a relevant factor in the period 1977 to 1979 but that it had no influence on the domestic interest rates in the years 1980-1982. On the contrary, the return on LTNs was insignificant in the first sub-period and exactly the opposite in the second, just when the public debt showed an accelerated growth.

1. Introdução

Os elevados níveis atingidos pelas taxas de juros reais no mercado interno em 1983 e que vinham se mantendo assim desde o início de 1980, suscitaram diversos debates em torno das consequências de tal conjuntura sobre a atividade econômica, bem como sobre as medidas a serem implementadas no sentido de reduzir estes níveis.

Apesar de os argumentos oferecidos à época serem de natureza bastante variada, é possível destacar duas posições polares neste debate:

- a) De um lado, encontravam-se aqueles que acreditavam na exogeneidade da taxa de juros, ou seja, que as taxas praticadas no mercado interno eram determinadas, fundamentalmente, pelo custo dos recursos captados externamente, constituído da taxa de juros no exterior acrescida

*Pesquisador do Centro de Estudos Financeiros e Empresariais do IBMEC.

da expectativa quanto à desvalorização cambial.

- b) De outro lado, outros consideravam que a determinação da taxa de juros é resultado da presença de fatores internos e externos, ou seja, o custo dos recursos externos é relevante mas não dominante. Para estes, uma política creditícia apertada e uma política fiscal folgada, entre outros fatores, têm um peso ponderável na definição dos juros internos.

A relação teórica entre as taxas de juros nominais e a taxa de câmbio — a paridade de juros — estabelece que o diferencial de juros entre dois países deve ser igual ao prêmio (ou desconto) futuro na taxa de câmbio entre as moedas envolvidas. Este resultado decorre do processo de arbitragem: se a taxa de juros interna supera a externa em montante superior ao prêmio futuro, induz a uma entrada de capital externo que acarretará um aumento deste prêmio e variações das taxas de juros até eliminar qualquer possibilidade de lucro.

Embora o processo suponha mercados de câmbio organizados e funcionando livremente, também se deve manter, em princípio, mesmo quando a taxa de câmbio é fixada: nesta situação, o ajuste ocorre via variação das taxas de juros. A condição de paridade, neste último caso, relaciona o diferencial de juros com a expectativa de desvalorização (valorização) da taxa de câmbio entre as moedas envolvidas.

Seja com mercados de câmbio livres ou controlados, tal condição, no entanto, tem sua aplicação vinculada às situações envolvendo ativos financeiros idênticos — exceto pela moeda na qual foram emitidos — e perfeita mobilidade de capital entre os países.

Em anos recentes, diversos autores têm se preocupado em testar a validade desta relação teórica buscando, adicionalmente, explicar os desvios encontrados. A lista é extensa e inclui os estudos que mostram a consistência dos desvios da paridade com o nível dos custos de transação, bem como aqueles que consideram que a origem desses desvios resulta de os ativos emitidos em diferentes países serem distintos não apenas no que se refere às moedas de emissão. Entre estes últimos, encontram-se trabalhos que atribuem à existência de riscos políticos, controles de capital e de câmbio, taxação diferenciada além de outras políticas, o fato de o diferencial de juros observado não corresponder, na prática, ao prêmio ou desconto futuro¹.

Este conjunto de trabalhos revela que, embora o teorema de paridade de juros constitua um resultado lógico, está baseado em condições que não são presenciadas na realidade. Tal educação, longe de estabelecer a inutilidade da relação, apenas evidencia a necessidade de se reescrever a ligação entre os juros

¹ Entre os diversos trabalhos que têm discutido os desvios da paridade de juros, encontram-se Aliber [1], Frenkel e Levich [19, 20], Dooley e Isard [15], Wilby [50] e Howard e Johnson [26].

nominais internos e externos, descontando os fatores mencionados e que podem ser responsáveis pela falência da paridade de juros convencional.

Por outro lado, a conclusão de que deve existir um equilíbrio estático no qual as taxas de juros entre os países difiram apenas pela expectativa de variação cambial, não implica, obviamente, que um desvio deste equilíbrio seja instantaneamente eliminado. No curto prazo, é possível que alterações de política econômica acarretem situações de desequilíbrio seguidas de um processo de ajustamento, ao longo do qual a paridade de juros fica violada. O lapso de tempo necessário para o ajustamento completar-se há de depender, obviamente, do grau de eficiência do mercado financeiro.

No caso brasileiro, os ganhos de eficiência são limitados pela segmentação existente². O mercado de crédito está dividido entre o mercado “institucional” e o mercado “livre”. Por força de intervenção do Governo, os bancos são obrigados a dedicar parte dos recursos disponíveis para empréstimos às atividades agrícolas e de exportação, além das pequenas e médias empresas, a taxa de juros administradas. Reduzem-se, desta forma, os recursos destinados ao mercado “livre”, pressionando-se as taxas de juros.

Um outro fator de pressão sobre as taxas de juros — o déficit público — resulta das decisões do Governo de realizar gastos acima de sua capacidade de geração de receita. Assim, resta uma diferença a ser financiada ou por expansão da base monetária e/ou por endividamento interno e/ou externo. Qualquer que seja a combinação escolhida para financiar o déficit, sempre envolverá alguma pressão sobre as taxas de juros na medida em que o financiamento ocorrer via expansão da oferta de títulos no mercado interno. Esta expansão será tão maior, quanto maior a restrição representada pelo crescimento dos meios de pagamento.

A despeito da importância do custo dos recursos externos já mencionadas, a segmentação do mercado de crédito e o elevado déficit público dos últimos anos, entre outras variáveis, devem influenciar o nível de taxa de juros no Brasil, em um contexto no qual o ajustamento entre os mercados interno e externo via arbitragem não se faz instantaneamente. E essa influência deve ser mais significativa, quanto mais demorado o processo de ajustamento.

Este trabalho objetiva estudar a determinação da taxa de juros de empréstimos no Brasil no período 1977/1982, tendo em conta a internacionalização do sistema financeiro que se iniciou, basicamente, a partir de 1974.

A seção dois apresenta a modelagem teórica que dá suporte ao estudo, incorporando as características particulares do Sistema Financeiro Nacional. Seção três, por seu turno, apresenta os resultados empíricos.

² Ver Senna [45, 46, 47].

2. O Mercado de Empréstimos no Brasil

A. Modelagem Teórica

O objetivo deste estudo é o de investigar os determinantes da taxa de juros no Brasil, a partir do mercado de empréstimos do sistema bancário, definido como sendo constituído dos bancos comerciais e dos bancos de investimentos.

Tendo em vista o escopo do trabalho, a escolha da estrutura teórica recaiu sobre o modelo de Brunner-Meltzer³, ajustado às particularidades institucionais brasileiras, em cujo sistema monetário a criação de moeda através da expansão de depósitos tanto pode ser realizada pelos bancos comerciais quanto pelas Autoridades Monetárias. Este fato resulta de o Banco do Brasil ser ao mesmo tempo um banco comercial comum e agente financeiro das Autoridades Monetárias. O conjunto das Autoridades Monetárias é, portanto, composto da superposição das duas instituições. Assim, no caso brasileiro, os meios de pagamento incluem os depósitos a vista no Banco do Brasil, posto que esses são ativos do público que possuem o mesmo poder liberatório que os depósitos congêneres nos bancos comerciais. Por outro lado, uma vez que o Banco do Brasil localiza-se entre as Autoridades Monetárias, o passivo monetário desta última deve ser acrescido dos depósitos a vista no Banco do Brasil⁴.

A estrutura teórica para o mercado de empréstimos no Brasil apresenta-se da seguinte forma:

$$B = M_p + R_v + R_c = DVBB \quad (1)$$

$$M = M_p + DV + DVBB \quad (2)$$

$$R_v + R_c + L + T = DV + DP \quad (3)$$

$$DV = aM \quad (4)$$

$$DVBB = bM \quad (5)$$

$$M_p = (1 - a - b)M \quad (6)$$

$$DP = cM \quad (7)$$

$$R_v = r_v DV = r_v aM \quad (8)$$

$$R_c = r_c DV = r_c aM \quad (9)$$

$$T = t(DV + DP) = t(a + c)M \quad (10)$$

onde:

B	base monetária
DV	depósitos a vista no sistema bancário
$DVBB$	depósitos a vista no Banco do Brasil
DP	depósitos a prazo no sistema bancário
L	empréstimos do sistema bancário, líquidos das operações 63
M	meios de pagamento
M_p	papel-moeda em poder do público
R_c	reservas compulsórias em moeda
R_v	reservas voluntárias (caixa dos bancos e depósitos dos bancos no Banco do Brasil)
T	títulos no <i>portfolio</i> do sistema bancário

As duas primeiras equações definem a base monetária do ponto de vista dos seus usos e os meios de pagamento. A terceira equação apresenta o balanço consolidado do sistema bancário, com seu *portfolio* líquido da conta de capital, e excluído o redesconto, uma vez que este é um instrumento relativamente pouco utilizado pelo sistema bancário brasileiro.

As equações (4) a (7) são relações que descrevem o comportamento do público em relação ao seu conjunto de ativos e que influem na oferta de empréstimos do sistema bancário.

Finalmente, as equações (8) a (10) refletem o comportamento dos bancos quanto às suas aplicações.

As três primeiras equações permitem escrever a oferta de empréstimos como função dos meios de pagamento, da base monetária, dos depósitos a prazo e das aplicações em títulos:

$$L = M + DP - B - T \quad (11)$$

Utilizando-se das relações de comportamento indicadas temos

$$L = B \{ m [1 + c - t(a + c)] - 1 \}$$

onde

$$m = M/B = [1 / 1 + a(r_v + r_c - 1)]$$

Assim, a oferta de empréstimos dos bancos pode ser definida como sendo dependente da base monetária e do multiplicador α .

$$L = \alpha B \quad (12)$$

³ Brunner e Meltzer [7, 8, 9 e 11]. Uma consolidação desses diversos artigos encontra-se em Burger [12]. Ver, também, Brunner [6].

⁴ Ver, a este respeito Pastore [37], pp. 998-1003. Ver, também, Pedrosa [38], p. 41.

$$\alpha = m [1 + c - t(a + c)] - 1$$

$$= \frac{a(1 - r_c - r_v - t) + c(1 - t)}{1 + a(r_c + r_v - 1)}$$

Como já foi assinalado, as decisões do público em relação ao seu *portfolio* relevantes para a análise estão resumidas nas razões a , b e c , entre os depósitos a vista no sistema bancário, os depósitos a vista no Banco do Brasil e os depósitos a prazo no sistema bancário, respectivamente, e os meios de pagamento. As razões a e b são supostas exógenas. A razão entre os depósitos a prazo e os meios de pagamento (c), por sua vez, depende da taxa de juros de captação (i_c) que remunera estes depósitos, da taxa de juros cobrada pelos bancos em seus empréstimos (i_a) e da remuneração de suas aplicações em títulos (i_T), bem como do estoque de riqueza real do público, aproximado pela renda real (y);

$$c = c(i_c, i_a, i_T, y), \quad c_1, c_4 > 0; \quad c_2, c_3 < 0 \quad (13)$$

O público aumenta seu volume de depósitos a prazo em relação aos meios de pagamento, sempre que aumenta a remuneração destes depósitos ou sua riqueza real. Por outro lado, se o custo dos empréstimos ou a rentabilidade dos títulos eleva-se, ocorre uma substituição entre esses ativos e depósitos a prazo, reduzindo estes últimos.

Do ponto de vista do sistema bancário, seu comportamento em relação ao *portfolio* está determinado pelas razões entre as reservas voluntárias, as reservas compulsórias em moeda e a aplicação feita em títulos, e seu passivo junto ao público. O compulsório é estabelecido pelo Banco Central e, no período, incide apenas sobre os depósitos a vista. A taxa de reservas voluntárias desejada pelos bancos está ligada à lucratividade do setor e depende das remunerações dos empréstimos e títulos. Finalmente, a aplicação em títulos como proporção do passivo bancário junto ao público é função da remuneração destes ativos e de ativos alternativos.

$$r_v = r_v(i_c, i_T) \quad r_{v1}, r_{v2} < 0 \quad (14)$$

$$t = t(i_T, i_a) \quad t_1 > 0; \quad t_2 < 0 \quad (15)$$

O principal motivo que leva um banco a manter reservas voluntárias é o temor de que as variações diárias de caixa o surpreenda com reservas inferiores às exigências legais, incorrendo nos custos associados a esta situação. No entanto, a reserva voluntária é um ativo sem remuneração, cujo custo de oportunidade é a rentabilidade de ativos alternativos. A aplicação em títulos, de outro lado, será tão maior quanto mais elevada sua rentabilidade ou quanto menor a rentabilidade dos ativos substitutos.

Três equações completam a definição da oferta de empréstimos. A primeira leva em conta o fato de que a razão c deve ser vista como sendo deter-

minada pelas decisões do público e pelas ações dos bancos via taxa de juros, que influenciam tais decisões. A segunda e a terceira relações expressam as fontes da base monetária como sendo constituída de duas componentes: uma endógena, a diferença entre as reservas internacionais e os depósitos em moeda estrangeira nas Autoridades Monetárias — e outra exógena — o saldo das contas restantes.

$$i_c = i_c(i_a, i_T), \quad i_{c1}, i_{c2} > 0 \quad (16)$$

$$B = B^a + A \quad (17)$$

$$A = A(i_a, i^*, dcc) \quad A_1 > 0; \quad A_2, A_3 < 0 \quad (18)$$

A relação entre i_c e as taxas de juros representa a resposta dos bancos às mudanças nessas taxas. À medida que a rentabilidade dos empréstimos ou títulos aumenta, os bancos passam a experimentar uma crescente dificuldade em atrair e manter depósitos a prazo. A reação do sistema bancário é a de elevar a remuneração destes depósitos de modo a extrair benefício da maior rentabilidade de suas aplicações.

Em razão das características peculiares que regulam os empréstimos externos captados pelo Brasil, a variável A mencionada em (17) e (18) é constituída do estoque de reservas internacionais líquido dos depósitos em moeda estrangeira nas Autoridades Monetárias, conforme a Resolução 432 e a Circular 230 do Banco Central. Considerando a base monetária do ponto de vista das fontes,

$$B = B^a + RI - DME$$

onde RI representa as reservas internacionais e DME , os depósitos em moeda estrangeira, ambos dependentes das taxas de juros interna e externa. Assim, para efeito das equações (17) e (18),

$$A = RI - DME.$$

Tendo em vista o interesse do presente estudo — a determinação da taxa de juros doméstica em uma economia financeiramente aberta — e considerando que a base monetária desempenha um papel relevante no modelo, há que destacar entre as fontes da base aquelas que determinam e são determinadas pela taxa de juros doméstica, ou seja, as que são endógenas ao modelo apresentado. É com este objetivo que se introduz as equações (17) e (18). O estoque de reservas internacionais líquido dos depósitos em moeda estrangeira responde às variações na taxa de juros dos empréstimos domésticos e a determinação do modelo exige, portanto, que se considere a relação entre essas variáveis, como faz a equação (18). Um aumento da taxa de juros doméstica, *coeteris paribus*, deve elevar esse estoque; um aumento do custo de empréstimo externo (i^*) ou do déficit em transações correntes do Balanço de Pagamentos (dcc) — ambos exógenos — deve reduzir a diferença entre as reservas internacionais e os

depósitos em moeda estrangeira nas Autoridades Monetárias, *coeteris paribus*.

As equações (13) a (16) substituídas em (12), definem a oferta de empréstimos internos em função da taxa de juros, riqueza real e base monetária, entre outras variáveis:

$$L = \alpha(i_a, i_T, y, a, r_c) B \quad (19)$$

sendo

$$\alpha = \alpha(i_a, i_T, y, a, r_c)$$

$$\alpha_1, \alpha_3, \alpha_4 > 0; \quad \alpha_2, \alpha_5 < 0.$$

A influência de i_a sobre o multiplicador de crédito é positiva⁵. Aqui, leva-se em conta o fato de que o efeito líquido de i_a sobre c é positivo ou nulo. O sistema bancário tem três fontes de recursos para elevar seus empréstimos: recorrer às reservas voluntárias, reduzir as aplicações em títulos ou captar mais depósitos. Quando a taxa de juros dos empréstimos sobe, esta elevação pode ocorrer em um dos seguintes cenários:

- a partir de um nível de taxa de juros considerado baixo pelos bancos ou,
- em uma situação em que o mercado de empréstimos já se encontra aquecido.

No primeiro caso, é possível que o sistema bancário mantenha elevado volume de reservas voluntárias, recorrendo a estes recursos para aumentar os empréstimos por ser esta a alternativa menos custosa entre as três mencionadas. No segundo, o volume de reservas voluntárias deve ser baixo. Assim, os bancos captariam mais depósitos tendo em vista que esta deveria ser a fonte mais barata de recursos. Ambas as situações são compatíveis com alguma substituição entre títulos e empréstimos. A influência de i_a sobre c decorre, por sua vez, de seu efeito direto sobre a taxa de captação i_c — equação (16):

$$\left(\frac{dc}{di_a} \right) \left| \frac{di_T}{dw} \right| = \left(\frac{\partial c}{\partial i_a} \right) + \left(\frac{\partial c}{\partial i_c} \right) \left(\frac{\partial i_c}{\partial i_a} \right) = 0$$

O primeiro cenário descrito é de um quadro no qual, provavelmente, a resposta dos bancos em termos de i_c a uma elevação de i_a ($\partial i_c / \partial i_a$) deve ser de molde a manter o volume de depósitos a prazo existente, ou seja,

$$\left| \left(\frac{\partial c}{\partial i_c} \right) \cdot \left(\frac{\partial i_c}{\partial i_a} \right) \right| = \left| \frac{\partial c}{\partial i_a} \right|$$

⁵ $\partial \alpha / \partial i_a = m \left\{ [(1-t) dc/di_a] \frac{di_T}{dw} dy - (a+c) \frac{\partial t}{\partial i_a} - (1+\alpha) a \frac{\partial r_v}{\partial i_a} \right\}$

No segundo caso, os bancos privilegiariam os depósitos a prazo como fonte de recursos, de forma que o efeito líquido seria positivo:

$$\left| \left(\frac{\partial c}{\partial i_c} \right) \cdot \left(\frac{\partial i_c}{\partial i_a} \right) \right| > \left| \frac{\partial c}{\partial i_a} \right|$$

O aumento de i_T deve induzir, por motivos semelhantes aos expostos no parágrafo anterior, à expansão de c e/ou redução de r_v , carreando recursos para a aplicação em títulos e reduzindo, portanto, o multiplicador⁶.

A relação, entre riqueza real ou a razão DV/M e o multiplicador de crédito é positivo, ao contrário do que acontece com a taxa de recolhimento compulsório fixada pelas Autoridades Monetárias⁷.

A descrição do comportamento do público em relação ao seu *portfolio*, parcialmente descrita pelas relações (4) a (7), completa-se com a função demanda por empréstimos que, à semelhança daquela sugerida por Kortweg e Loo⁸, tem a seguinte formulação:

$$L^d = L^d(i_a, i^*, i_T, y, \bar{q}) \cdot P \quad L_1^d < 0; \quad L_2^d, L_3^d, L_4^d \text{ e } L_5^d > 0. \quad (20)$$

Em (20), $\bar{q}$ é a inflação esperada e a demanda por empréstimos é, por hipótese, homogênea do primeiro grau em relação ao nível de preços. A influência da remuneração dos depósitos a prazo na demanda por empréstimos do público reflete-se nos sinais de i_a e i_T tendo em vista a equação (16) e considerando-se os efeitos diretos das variáveis superiores a seus efeitos cruzados.

Toda a análise feita pode ser resumida nas equações abaixo, que constituem o modelo a ser empregado no estudo,

$$L^s = \alpha(i_a^+, i_T^-, y^+, a^+, r_c^-) \cdot B \quad (21)$$

$$B = B^d + A(i_a^+, i^*, \bar{d}cc) \quad (22)$$

$$L^d = L^d(i_a^-, i^*, i_T^+, y^+, \bar{q}^+) \cdot P \quad (23)$$

$$L^d = L^s \quad (24)$$

⁶ $\partial \alpha / \partial i_T = m \left\{ (1-t) \frac{dc}{di_T} \frac{di_T}{dw} dy - (a+c) \frac{\partial t}{\partial i_T} - (1+\alpha) a \frac{\partial r_v}{\partial i_T} \right\}$

⁷ $\partial \alpha / \partial y = m(1-t) \partial c / \partial y;$

$\partial \alpha / \partial a = m[(1+\alpha)(1-r_c-r_v)-t];$

$\partial \alpha / \partial r_c = -m(1+\alpha)a.$

⁸ Kortweg e Loo [27] estudam o modelo de Brunner-Meltzer, em um contexto de economia aberta, para a Holanda.

com quatro variáveis endógenas — L^d , L^s , i_a e B — dez variáveis exógenas — i^* , i_T , B^a , y , P , r_c , a , π e dcc .

O sistema de equações apresentado acima permite gerar a relação entre a taxa de aplicação e as variáveis exógenas,

$$i_a = i_a(i_T^+, i^+, P^+, r_c^+, \pi^+, B^a, a, y, dcc) \quad (25)$$

Finalmente, resta explicitar um modelo de formação de expectativas para a taxa de inflação, bem como descrever a construção da variável i^* , o custo esperado do empréstimo externo. A taxa esperada de inflação foi gerada a partir de um modelo de expectativas adaptativas o qual parte do pressuposto de que os indivíduos revisam suas expectativas de acordo com a experiência mais recente⁹, ou seja:

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \gamma(\pi_{t-1} - \pi_{t-2}), \quad |\gamma| < 1 \quad (26)$$

onde π_t é a inflação esperada para o período t em $t-1$, π_{t-1} é a inflação observada em $t-1$ e γ é o coeficiente de expectativa.

A variável exógena i^* , que representa o custo dos empréstimos externos, pode ser decomposta em duas parcelas: a taxa de juros externa efetiva (i_e) e a expectativa sobre a variação cambial ($\hat{e}$):

$$(1 + i^*) = (1 + i_e)(1 + \hat{e})$$

Adicionalmente é preciso notar que este custo é onerado pela tributação líquida incidente sobre o pagamento dos encargos ao exterior decorrente do imposto de renda cobrado (25,0%), descontado o benefício fiscal, variável no período¹⁰. É onerado, também pela retenção compulsória do contravalor em cruzeiros do empréstimo, com os encargos correndo por conta do mutuário. A taxa de juros externa foi ajustada de modo que i_e represente a taxa de juros efetivamente paga.

Para a variável $\hat{e}$ será usado um modelo de formação de expectativa baseado, também, nas expectativas adaptativas. Nesse caso, parte-se do pressuposto que os indivíduos formam suas expectativas a partir das inflações doméstica e norte-americanas esperadas, ou seja, creem na manutenção da paridade do poder de compra. Assim, a expectativa de variação cambial para t em $t-1$ depende da razão entre as inflações esperada brasileira e norte-americana em t .

$$(1 + \hat{e})_t = (1 + \pi_t / 1 + \pi_t^*)_t \quad (27)$$

⁹ A este respeito, ver Nerlove, Grether e Carvalho [36], p. 299.

¹⁰ O imposto de 25% é calculado "por dentro" e resulta em uma alíquota "por fora" de, aproximadamente, 33%. Ver Correa do Lago [14], p. 226.

B. Uma Análise de Estática Comparativa

O modelo descrito na seção anterior pode ser representado pelas curvas de oferta e demanda por empréstimos, como mostra o Gráfico 1.

A endogeneidade do estoque líquido de reservas internacionais — a variável A — oriunda da ligação entre o mercado de empréstimos domésticos e o mercado de empréstimo externo aumenta, naturalmente, a elasticidade-preço da oferta de empréstimos com recursos domésticos, posto que

$$\begin{aligned} L_0^s & \propto (i_a, i_T, y, a, r_c) & [B^a + A(i_a, i^*, dcc)] \\ \partial i_a / \partial L_0^s & \propto (1 / \alpha A_1 + B \alpha_1) & A_1, \alpha_1 > 0 \end{aligned}$$

A ausência dessa ligação implicaria em que a derivada parcial A_1 fosse nula. Nesse caso, o efeito da taxa de juros de empréstimo sobre a oferta seria menor ou, equivalentemente,

$$\frac{\partial i_a}{\partial L_1^s} = \frac{1}{B \alpha_1} > \frac{1}{\alpha A_1 + B \alpha_1}$$

É necessário assinalar que a maior elasticidade da oferta de empréstimos assegura, a partir de uma intervenção nesse mercado, um menor impacto sobre a taxa de juros do que ocorreria na ausência da ligação com o mercado externo, no curto prazo. No entanto, enquanto não se completar o processo de ajustamento, esse impacto deve existir. O Gráfico 2 exemplifica essa situação a partir de uma retração da oferta de empréstimos com recursos domésticos.

Inicialmente, o excesso de demanda em relação ao equilíbrio original ($L_0 L'_0$) acarreta um ajustamento via taxa de juros, que se eleva de i_{a0} para i_{a1} . À medida que esse aumento ocorre, verifica-se uma redução da quantidade demandada e uma expansão da quantidade ofertada, essa última não só pela substituição induzida entre os ativos do *portfolio* dos bancos, mas também pela internalização de recursos externos mais baratos, que amplia a base monetária ($A_1 > 0$).

O aumento da demanda por recursos externos, por outro lado, eleva o custo do empréstimo externo no curto prazo através da comissão de repasse, em face da relativa inelasticidade da oferta decorrente dos congelamentos transitórios no Banco Central a que esses recursos devem obedecer. Ao longo do tempo, a ampliação dessa oferta resulta em redução do custo externo e inicia uma queda da demanda por empréstimos domésticos em favor do mercado externo, a partir de L_0^d . De outro lado, a conversão dos recursos externos amplia a base monetária ($A_2 < 0$) e expande a oferta doméstica a partir de L_1^d . O efeito final deve ser o de reduzir as taxas de juros, como mostra o Gráfico 2.

GRÁFICO 1

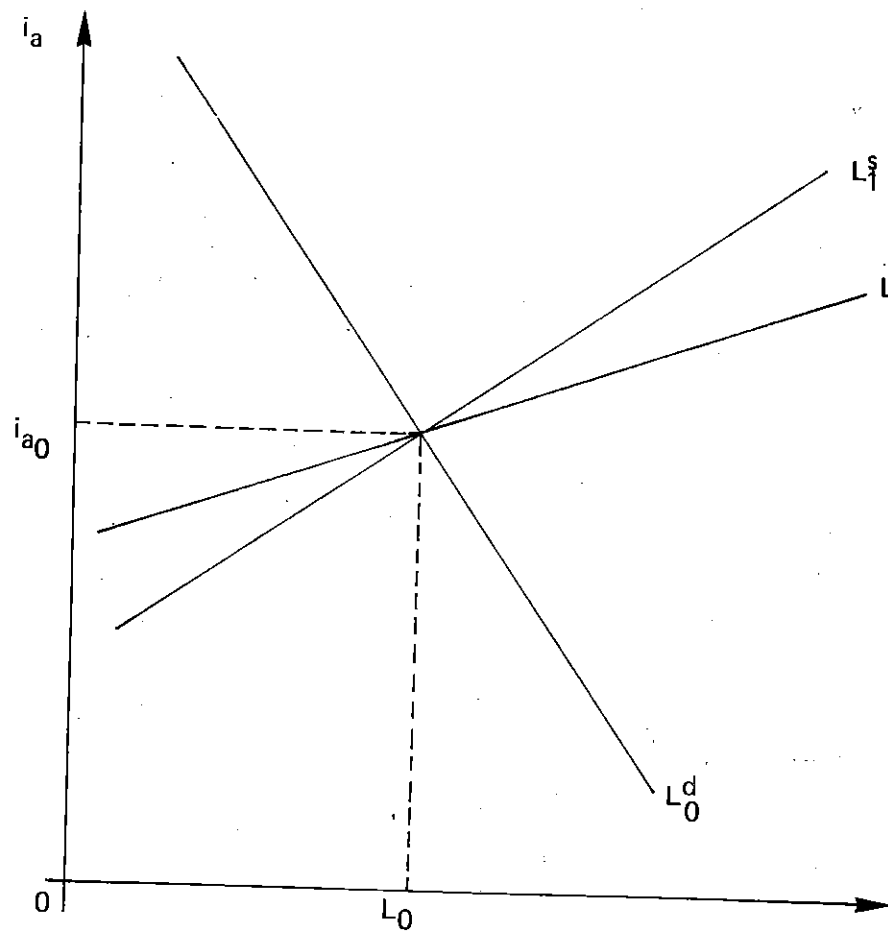
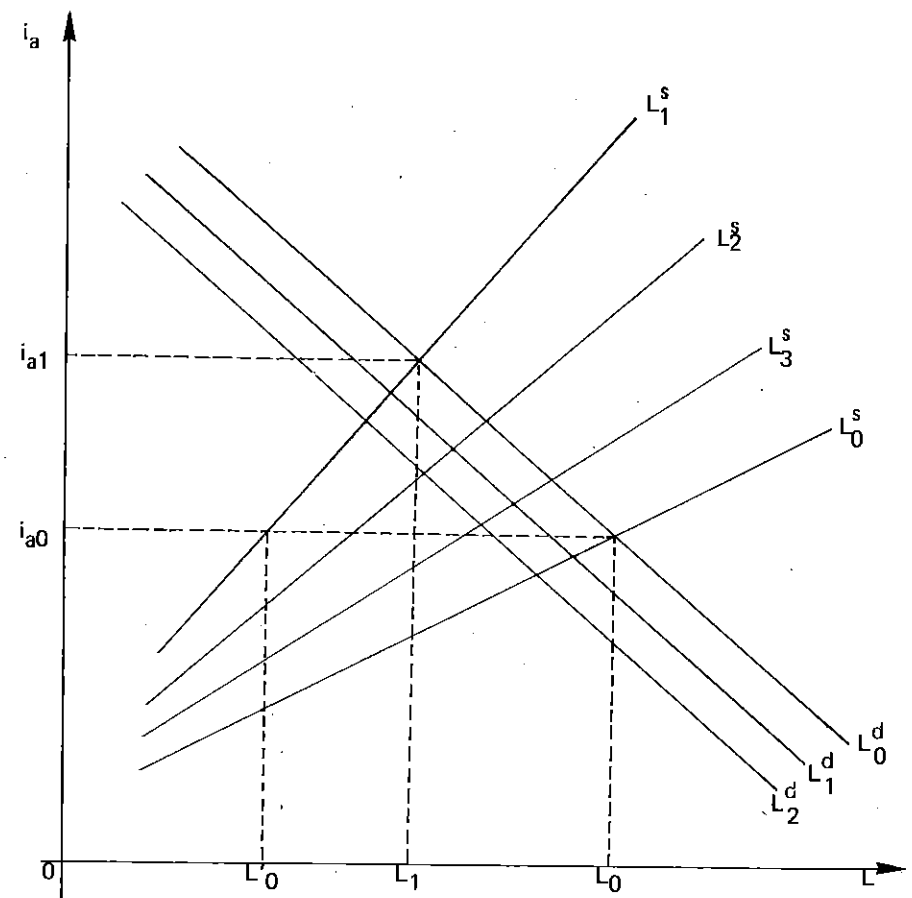


GRÁFICO 2



A despeito de, no longo prazo, a taxa de juros doméstica voltar ao equilíbrio inicial, cessada a pressão sobre a oferta, tal fato pode não ocorrer no curto prazo por duas razões: um processo de ajustamento lento e/ou uma pressão continuada sobre a oferta.

A combinação desses dois efeitos parece ter ocorrido no período 1980/1982, quando o crescimento do déficit público acelerou-se com repercussões no crescimento da dívida pública como instrumento de financiamento dos gastos do Governo, na tentativa de amortizar o impacto da expansão da base monetária. Não obstante os esforços empreendidos para o controle da taxa de rentabilidade dos títulos públicos — a carteira do Banco Central em relação ao total em circulação aumentou de 13,0% em 78 para 38,0% em 82 — o volume da dívida em poder do público e a necessidade de financiamento dos gastos do Governo exercia uma crescente pressão sobre a remuneração dos títulos e impactava negativamente a oferta de empréstimos domésticos.

Esse quadro era agravado pelas restrições existentes ao saque dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central e pelo contingenciamento ao crédito aplicado no período. Esses fatores limitavam o aumento da oferta que deveria ocorrer a partir do crescimento da base monetária e retardava a redução da demanda e, portanto, o processo de ajustamento do mercado de empréstimos, mantendo elevada a taxa de juros nesse mercado.

Os níveis da taxa de juros de empréstimos no período de 1977/1979 não decorreram de quadro semelhante. Nesse triênio, embora crescente, o déficit público exercia menos pressão sobre o mercado de títulos do Governo e o volume existente de dívida pública, por outro lado, permitia a colocação de títulos com menor impacto sobre sua rentabilidade do que ocorreu nos três anos seguintes.

Adicionalmente, embora já fossem utilizados os mecanismos não-tradicionais de controle da base monetária — de que é exemplo o congelamento dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central em 1978 — não havia o contingenciamento ao crédito aplicado em 1980/1982, o que facilitava a transmissão dos efeitos do crescimento da base monetária para a oferta de empréstimos.

3. Resultados Empíricos

A avaliação empírica foi realizada com dados bimensais para o período setembro 1977 / dezembro de 1982.

A Tabela 1 apresenta os coeficientes estimados pela regressão

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \beta_6 y + \beta_7 P + \beta_8 \pi + \beta_9 B^d + \beta_{10} Red + \beta_{11} D_6 + u$$

TABELA 1
A DETERMINAÇÃO DAS TAXAS DE JUROS^a

Número de Observações: 32 — Variável Dependente: i_a

	β_0	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	y	P	π	B^d	Red	D_6	$\bar{R}^2$	DW
1	0,04 (4,40)	-0,01 (-0,11)	0,40 (3,24)	0,14 (4,16)	-0,15 (-3,38)	0,60 (4,01)	-0,15 (-3,30)	0,0 (0,08)			-0,01 (-3,68)	0,0 (1,80)	0,99	2,02
2	0,04 (4,52)	-0,01 (-0,12)	0,41 (4,76)	0,14 (4,59)	-0,16 (-5,15)	0,61 (4,40)	-0,15 (-3,38)				-0,01 (-3,83)	0,0 (1,84)	0,99	2,05
3	0,04 (4,04)	-0,01 (-0,08)	0,41 (4,70)	0,12 (2,32)	-0,16 (-4,86)	0,57 (3,53)	-0,14 (-3,05)		0,04 (0,45)		-0,01 (-3,78)	0,0 (1,83)	0,99	2,10
4	0,04 (3,95)	0,0 (-0,02)	0,38 (2,91)	0,12 (2,23)	-0,15 (-3,30)	0,54 (2,84)	-0,14 (-2,97)	0,0 (0,29)	0,05 (0,52)		-0,01 (-3,65)	0,0 (1,81)	0,99	2,02
5	0,04 (4,44)	0,0 (0,0)	0,37 (3,01)	0,15 (4,15)	-0,14 (-3,32)	0,59 (4,13)	-0,15 (-3,29)			0,0 (0,34)	-0,01 (-3,75)	0,0 (1,72)	0,99	1,94
6	0,04 (4,33)	0,01 (0,06)	0,38 (2,95)	0,15 (4,05)	-0,15 (-3,20)	0,61 (3,96)	-0,16 (-3,22)	0,0 (-0,32)		0,0 (0,45)	-0,01 (-3,61)	0,0 (1,52)	0,99	1,98
7	0,04 (3,97)	0,01 (0,13)	0,36 (2,73)	0,12 (2,29)	-0,15 (-3,28)	0,53 (3,00)	-0,15 (-3,05)		0,05 (0,61)		-0,01 (-3,75)	0,0 (1,70)	0,99	1,95
8	0,04 (3,88)	0,02 (0,15)	0,36 (2,63)	0,12 (2,24)	-0,15 (-3,11)	0,55 (2,80)	-0,15 (-2,93)	0,0 (-0,19)	0,05 (0,55)		-0,01 (-3,59)	0,0 (1,53)	0,99	1,97

Nota: (a) Os valores entre parênteses correspondem às estatísticas t.

TABELA 2
A INCLUSÃO DOS EMPRÉSTIMOS COMPULSÓRIOS^a

Número de Observações: 32 — Variável Dependente: i_a

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \beta_6 y + \beta_7 P + \beta_8 \hat{\pi} + \beta_9 B^a + \beta_{10} E_c + \beta_{11} Red + \beta_{12} D_6 + u$$

	β_0	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	y	P	$\hat{\pi}$	B^a	E_c	Red	D_6	R^2	DW
1	0,04 (4,10)	-0,01 (-0,09)	0,40 (3,14)	0,14 (4,05)	-0,15 (-3,28)	0,61 (3,91)	-0,15 (-3,10)	0,0 (0,27)			0,0 (-0,26)	-0,01 (-3,51)	0,0 (1,68)	0,99	1,97
2	0,04 (4,43)	-0,01 (-0,12)	0,41 (3,47)	0,14 (4,25)	-0,16 (-3,63)	0,61 (3,99)	-0,15 (-3,30)				0,0 (-0,02)	-0,01 (-3,62)	0,0 (1,78)	0,99	2,05
3	0,04 (3,85)	-0,01 (-0,04)	0,39 (3,14)	0,12 (2,20)	-0,16 (-3,55)	0,55 (2,79)	-0,14 (-2,88)		0,04 (0,48)		0,0 (0,20)	-0,01 (-3,58)	0,0 (1,80)	0,99	2,06
4	0,04 (3,62)	0,0 (-0,02)	0,38 (2,84)	0,12 (2,16)	-0,15 (-3,20)	0,55 (2,74)	-0,15 (-2,74)	0,0 (0,27)	0,05 (0,48)		0,0 (-0,18)	-0,01 (-3,48)	0,0 (1,69)	0,99	1,98
5	0,04 (4,36)	0,01 (0,05)	0,38 (2,96)	0,15 (4,07)	-0,15 (-3,23)	0,61 (3,94)	-0,16 (-3,17)			0,0 (0,48)	0,0 (-0,39)	-0,01 (-3,55)	0,0 (1,50)	0,99	1,95
6	0,04 (3,98)	0,01 (0,05)	0,38 (2,88)	0,15 (3,95)	-0,15 (-3,12)	0,61 (3,85)	-0,16 (-3,05)	0,0 (-0,02)		0,0 (0,39)	0,0 (-0,19)	-0,01 (-3,46)	0,0 (1,46)	0,99	1,95
7	0,04 (3,82)	0,02 (0,14)	0,36 (2,63)	0,13 (2,22)	-0,15 (-3,14)	0,55 (2,74)	-0,15 (-2,84)		0,05 (0,53)	0,0 (0,53)	0,0 (-0,25)	-0,01 (-3,53)	0,0 (1,52)	0,99	1,95
8	0,04 (3,48)	0,02 (0,14)	0,36 (2,56)	0,13 (2,14)	-0,15 (-3,03)	0,55 (2,67)	-0,15 (-2,72)	0,0 (-0,05)	0,05 (0,52)	0,0 (0,44)	0,0 (-0,10)	-0,01 (-3,43)	0,0 (1,48)	0,98	1,96

Nota: (a) Os valores entre parênteses correspondem às estatísticas t .

As variáveis Di_T e Di^* foram criadas com o objetivo de captar o impacto do período abril 80 / dezembro de 82 — quando se instituiu o contingenciamento do crédito e elevou-se a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras — na inclinação das relações entre i_a , i_T e i^* , respectivamente. Resulta, portanto, do produto entre uma *dummy* para esse período e os valores de i_T e i^* . A variável Red é uma *dummy* que pretende determinar o impacto do redutor de juros aplicado entre setembro/1979 e novembro/1980 e a taxa de juros. Por outro lado, utilizou-se outra *dummy* (D_6) para descontar o efeito da sazonalidade no último bimestre.

Devido à elevada correlação existente entre as variáveis P e B^a e, também, entre essas com i_T e Di_T , foram realizadas diversas regressões para examinar-se as alterações dos coeficientes das variáveis estimadas. Assinale-se, inicialmente, que o coeficiente da variável i_T é insignificante em todas as regressões. Tendo em vista a forma estimada, esse resultado indica que a rentabilidade dos títulos públicos não influiu no nível das taxas de juros de empréstimos entre setembro de 1977 e março de 1980. Não obstante, o coeficiente de Di_T é significativamente diferente de zero ao nível de 1%, à exceção das equações 7 e 8, quando o coeficiente é significativo ao nível de 5%¹¹. Vale notar que a inclusão da variável P e/ou de B^a altera a estatística t dos coeficientes de Di_T .

A contribuição do custo esperado externo é, por sua vez, significativa ao nível de 1% nas equações 1, 2, 5 e 6 e a nível de 5% nas equações 3, 4, 7 e 8, no período de setembro 77 / abril 80. No caso de Di^* , é significativo sempre ao nível de 1%. Note-se que o sinal de i^* é contrário ao Di^* . Diante disso, testou-se a hipótese de que a soma dos coeficientes, ou seja, a contribuição do custo externo esperado no período abril/80 — dezembro/82, fosse igual a zero: os resultados indicaram ser esse o caso em todas as equações¹².

Esses resultados indicam a existência de dois períodos distintos na determinação das taxas de juros dos empréstimos domésticos. No primeiro, de setembro/77 a março/80, o custo esperado externo influenciou o nível da taxa de juros doméstica enquanto que a rentabilidade dos títulos públicos não se mostrou relevante. No segundo período, de abril/80 a dezembro/82, ocorre exatamente o contrário: a rentabilidade dos títulos públicos revela-se importante, o mesmo não acontecendo com o custo dos empréstimos externos.

¹¹ Os valores do teste t , a menos que explicitado de outra forma, referem-se sempre à hipótese alternativa $H_1 \neq 0$.

¹² O teste usado baseou-se no fato de que a estatística

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2}{\sqrt{\text{var } \hat{\beta}_1 + \text{var } \hat{\beta}_2 + 2 \text{cov}(\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2)}}$$

Os coeficientes estimados para a base monetária ajustada não permitem estabelecer nenhuma conclusão sobre sua importância para a taxa de juros, como mostram as equações 5 a 8 e tal fato decorre da elevada correlação dessa variável com a rentabilidade dos títulos públicos nos dois períodos mencionados: respectivamente, 0,82 e 0,87. É provável que por trás dessa correlação esteja a questão do financiamento do déficit público. Na medida em que o Governo não consegue financiar inteiramente seus gastos com a colocação de títulos, recorre à emissão de base monetária. Assim, essa última cresce ao mesmo tempo em que a tentativa de colocar o maior volume de títulos, pressiona a rentabilidade desses papéis.

De acordo com o esperado pelo modelo, o recolhimento compulsório mostrou-se um instrumento efetivo de política monetária no período analisado. Em todas as regressões estimadas, o sinal dessa variável foi positivo e significativo ao nível de 1%, exceção feita à equação (8) na qual é significativa a nível pouco superior.

A variável renda real apresentou um coeficiente estável em todas as regressões e significativo ao nível de 1%. O sinal esperado, de acordo com o modelo empregado, era ambíguo uma vez que y afeta tanto a demanda como a oferta de empréstimos externos. A estimação empírica indica que o impacto da renda real sobre a oferta superou o seu efeito sobre a demanda por empréstimos no período analisado. Todavia, esse resultado deve ser encarado com cautela uma vez que a renda real (Índice de Produção do IBGE), foi utilizada como *proxy* para a riqueza, um tratamento tradicional nos trabalhos empíricos no Brasil em face da reconhecida dificuldade para a obtenção de dados de renda qualitativamente confiáveis¹³. Por outro lado, as unidades econômicas reduzem, normalmente, a demanda por empréstimos quando se deparam com um aumento da renda transitória¹⁴, uma componente da renda real. É possível que essa componente transitória da renda real esteja contribuindo para o resultado alcançado.

As variáveis preço e expectativa de inflação não se revelaram significantes nas equações de que participaram. No caso do preço, esse resultado certamente decorre da correlação que apresenta com a rentabilidade dos títulos públicos nos dois períodos, bem como com a base monetária ajustada quando esta faz parte da regressão. A expectativa de inflação, por sua vez, está extremamente correlacionada com o custo esperado externo. Na verdade, esse comportamento já era esperado em face da construção da expectativa de inflação e do custo externo, conforme já foi mencionado.

Durante o espaço de tempo compreendido entre setembro de 1979 e novembro de 1980, o Governo aplicou um redutor de juros de 10%. A variável *Red* foi introduzida na equação de regressão para captar esse efeito sobre a taxa

de juros, tendo em vista que essas taxas não refletem inteiramente as condições em que se realizam os empréstimos, muitas vezes onerados pela aquisição compulsória de outros serviços financeiros. Surpreendentemente, o coeficiente do redutor de juros foi sempre igual a 0,01 e altamente significativo, o que parece indicar que os dados obtidos de taxa de juros estão muito próximos da taxa efetivamente cobrada.

Nenhuma das séries utilizadas no estudo sofreu qualquer processo destinado a extrair a sazonalidade eventualmente existente. Em lugar disso, utilizou-se uma variável *dummy* para captar a presença da sazonalidade no último bimestre do ano. No entanto, a ausência dessa variável não alterou de forma importante os resultados, como indicam as Tabelas 3 e 4.

Outro argumento normalmente levantado para justificar o nível das taxas de juros domésticas é o da segmentação do mercado de crédito, que resulta da existência concomitante de canais pelos quais a alocação de recursos é realizada compulsoriamente a taxas de juros fixadas — como é o caso dos empréstimos à agricultura que os bancos são obrigados a conceder — e o mercado “livre” de empréstimos, no qual o volume e a taxa de juros são determinados pelos agentes econômicos. Com o objetivo de testar a importância dessa segmentação para a prática de taxas de juros elevadas, foi utilizado o volume de crédito concedido institucionalmente pelos bancos à agricultura e às pequenas e médias empresas (variável *Ec*) na equação de regressão.

A Tabela 2 indica que não é possível extrair qualquer conclusão quanto à importância dessa variável uma vez que, a despeito de ser insignificante, apresenta forte correlação com a rentabilidade dos títulos públicos (0,85 e 0,89), com os preços (0,99) e com a base monetária ajustada (0,98).

Finalmente, a Tabela 5 apresenta as elasticidades da taxa de juros em relação à rentabilidade dos títulos públicos no período abril/80 — dezembro/82 e em relação ao custo esperado externo entre setembro/77 — março/82. As elasticidades foram calculadas através das médias das variáveis nesses subperíodos e constituem, obviamente, aproximações da realidade. Os valores alcançados indicam que a taxa de juros de empréstimos com recursos domésticos reagiu sempre mais, nos períodos em que foram relevantes, às variações da rentabilidade dos títulos públicos do que àquelas do custo esperado externo. É possível que esse resultado decorra de um ajustamento mais rápido às flutuações da rentabilidade dos títulos públicos do que às flutuações do custo externo.

¹³Ver Barbosa [3], p. 42.

¹⁴Ver Melitz e Pardue [34], p. 678.

TABELA 3
A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS SEM SAZONALIDADE^a

Número de Observações: 32 – Variável Dependente: i_a

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \beta_6 \gamma + \beta_7 P + \beta_8 \hat{\eta} + \beta_9 B^d + \beta_{10} Red + u$$

	β_0	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	γ	P	$\hat{\eta}$	B^d	Red	$\bar{R}^2$	DW
1	0,04 (4,30)	0,02 (0,21)	0,40 (3,13)	0,14 (3,79)	-0,16 (-3,38)	0,55 (3,55)	-0,15 (-3,09)	0,0 (-0,01)			-0,01 (-3,09)	0,99	2,12
2	0,04 (4,44)	0,02 (0,22)	0,40 (4,51)	0,14 (4,22)	-0,16 (-5,05)	0,55 (3,90)	-0,15 (-3,17)				-0,01 (-3,23)	0,99	2,12
3	0,04 (4,01)	0,03 (0,25)	0,40 (4,43)	0,12 (2,21)	-0,16 (-4,70)	0,52 (3,12)	-0,14 (-2,89)		0,03 (0,29)		-0,01 (-3,18)	0,99	2,14
4	0,04 (3,93)	0,03 (0,26)	0,39 (2,86)	0,12 (2,14)	-0,16 (-3,30)	0,51 (2,54)	-0,14 (-2,82)	0,0 (0,12)	0,03 (0,31)		-0,01 (-3,05)	0,99	2,10
5	0,04 (4,40)	0,04 (0,35)	0,36 (2,71)	0,14 (3,90)	-0,14 (-3,07)	0,53 (3,60)	-0,15 (-3,15)			0,0 (0,49)	-0,01 (-3,20)	0,99	1,98
6	0,04 (4,26)	0,05 (0,48)	0,37 (2,78)	0,15 (3,90)	-0,15 (-3,16)	0,57 (3,64)	-0,16 (-3,22)	0,0 (-0,81)		0,02 (0,94)	-0,01 (-3,19)	0,99	2,10
7	0,04 (3,93)	0,05 (0,46)	0,33 (2,42)	0,12 (2,16)	-0,14 (-3,02)	0,47 (2,51)	-0,15 (-2,91)		0,05 (0,54)	0,0 (0,66)	-0,01 (-3,19)	0,99	1,97
8	0,04 (3,85)	0,06 (0,54)	0,35 (2,48)	0,13 (2,22)	-0,15 (-3,07)	0,52 (2,58)	-0,15 (-2,97)	0,0 (-0,72)	0,04 (0,43)	0,0 (0,97)	-0,01 (-3,16)	0,99	2,07

Nota: (a) Os valores entre parênteses correspondem às estatísticas t.

TABELA 4
A INCLUSÃO DOS EMPRÉSTIMOS COMPUSÓRIOS SEM SAZONALIDADE^a

Número de Observações: 32 – Variável Dependente: i_a

$$i_a = \beta_0 + \beta_1 i_T + \beta_2 Di_T + \beta_3 i^* + \beta_4 Di^* + \beta_5 r_c + \beta_6 \gamma + \beta_7 P + \beta_8 \hat{\eta} + \beta_9 B^d + \beta_{10} E_c + \beta_{11} Red + u$$

	β_0	i_T	Di_T	i^*	Di^*	r_c	γ	P	$\hat{\eta}$	B^d	E_c	Red	$\bar{R}^2$	DW
1	0,04 (4,18)	0,02 (0,22)	0,40 (3,03)	0,14 (3,78)	-0,16 (-3,27)	0,57 (3,54)	-0,16 (-3,04)	0,0 (0,53)			-0,01 (-0,57)	-0,01 (-2,98)	0,99	2,02
2	0,04 (4,35)	0,02 (0,19)	0,42 (3,43)	0,13 (3,87)	-0,17 (-3,72)	0,56 (3,57)	-0,15 (-3,11)				0,0 (-0,22)	-0,01 (-3,04)	0,99	2,16
3	0,04 (3,89)	0,02 (0,22)	0,41 (3,18)	0,12 (2,14)	-0,17 (-3,64)	0,53 (2,58)	-0,14 (-2,79)		-0,02 (-0,22)		0,0 (-0,10)	-0,01 (-2,97)	0,99	2,16
4	0,04 (3,78)	0,03 (0,25)	0,39 (2,80)	0,13 (2,17)	-0,16 (-3,20)	0,53 (2,55)	-0,15 (-2,76)	0,0 (0,53)	0,02 (0,24)		-0,01 (-0,53)	-0,01 (-2,92)	0,99	2,01
5	0,04 (4,46)	0,05 (0,45)	0,37 (2,79)	0,15 (3,96)	-0,15 (-3,17)	0,58 (3,67)	-0,17 (-3,26)			0,0 (1,00)	-0,01 (-0,90)	-0,01 (-3,14)	0,99	2,00
6	0,04 (4,04)	0,05 (0,45)	0,37 (2,72)	0,15 (3,84)	-0,15 (-3,07)	0,58 (3,58)	-0,17 (-3,13)	0,0 (-0,09)		0,0 (0,83)	-0,01 (-0,39)	-0,02 (-3,06)	0,99	2,02
7	0,04 (3,98)	0,06 (0,51)	0,35 (2,50)	0,13 (2,27)	-0,15 (-3,08)	0,53 (2,59)	-0,16 (-2,97)		0,04 (0,36)	0,0 (1,02)	-0,01 (-0,79)	-0,01 (-3,10)	0,99	1,98
8	0,04 (3,60)	0,06 (0,50)	0,35 (2,44)	0,13 (2,19)	-0,15 (-2,99)	0,53 (2,53)	-0,16 (-2,84)	0,0 (-0,11)	0,04 (0,36)	0,0 (0,85)	-0,01 (-0,32)	-0,01 (-3,02)	0,99	2,01

Nota: (a) Os valores entre parênteses correspondem às estatísticas t.

TABELA 5
ELASTICIDADES DA TAXA DE JUROS EM RELAÇÃO À
RENTABILIDADE DOS TÍTULOS PÚBLICOS
E AO CUSTO ESPERADO EXTERNO^a

	$\epsilon(i_a, D_i T)$	$\epsilon(i_a, i^*)$
Tabela 3		
1	0,63	0,34
2	0,65	0,34
3	0,65	0,29
4	0,60	0,29
5	0,60	0,36
6	0,60	0,36
7	0,57	0,29
8	0,57	0,29
Tabela 4		
1	0,63	0,34
2	0,65	0,34
3	0,62	0,29
4	0,60	0,29
5	0,60	0,36
6	0,60	0,36
7	0,57	0,31
8	0,57	0,31
Tabela 5		
1	0,63	0,34
2	0,63	0,34
3	0,63	0,29
4	0,62	0,29
5	0,57	0,34
6	0,59	0,36
7	0,52	0,29
8	0,55	0,31
Tabela 6		
1	0,63	0,34
2	0,66	0,31
3	0,65	0,29
4	0,62	0,31
5	0,59	0,34
6	0,59	0,34
7	0,55	0,31
8	0,55	0,31

Nota: (a) Calculado a partir da média das séries e dos coeficientes das regressões.

ANEXO I

DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS E SUAS FONTES

A seguir, apresentam-se as variáveis utilizadas no estudo, bem como suas fontes. Todos os dados são em bases mensais e não foram objeto de ajuste sazonal.

- i_a esta variável — a dependente — reflete a taxa de juros de remuneração dos empréstimos do sistema bancário. Para sua medida, foi utilizada, como *proxy* a taxa de juros pré-fixada dos Bancos de Investimento para empréstimos de seis meses, disponível para o período setembro/77 — julho/82. Em agosto de 1982, o Governo determinou que as taxas de juros desses empréstimos deveriam ser pós-fixadas, razão pela qual para o período agosto/82 — dezembro/82 utilizou-se a taxa pós-fixada, ajustada pela correção monetária realizada no prazo do empréstimo. A fonte dos dados é a Associação Nacional dos Bancos de Investimentos — ANBID.
- i_T a rentabilidade das Letras do Tesouro Nacional de 91 dias, foi usada como *proxy* para essa variável, depois de ajustada ao prazo dos empréstimos. A fonte é o Boletim do Banco Central.
- i^* esta variável representa o custo dos empréstimos externos e é o resultado do produto da taxa de juros externa efetiva i_e e da expectativa de desvalorização cambial $\hat{e}$.

$$(1 + i^*) = (1 + i_e)(1 + \hat{e})$$

Como já assinalado no texto, a taxa de juros externa e efetiva foi ajustada para levar em conta a tributação líquida incidente sobre o pagamento dos encargos ao exterior decorrente do imposto de renda cobrado, descontado o benefício fiscal, variável no período. Também considerou a retenção compulsória eventual do contravalor em cruzeiros do empréstimo externo, com os encargos correndo por conta do mutuário. Assim, a taxa de juros externa efetivamente paga foi calculada de acordo com a relação abaixo:

$$i_e = \frac{(1 - bf) \cdot 0,333 j}{x}$$

onde

- bf benefício fiscal em termos decimais
 j taxa de juros externa mais *spread*
 x percentagem de retenção compulsória em termos decimais

Finalmente, a variável $\hat{e}$ foi construída segundo o modelo de expectativa adaptativa. Para a taxa de juros externa e o *spread*, a fonte foi a revista *Euromoney*, enquanto que para a inflação externa e a inflação doméstica, utili-

zou-se o IPA norte-americano e o IPA brasileiro, respectivamente. O primeiro foi extraído do *International Financial Statistic* e o segundo, da *Conjuntura Econômica*.

P Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP–DI), cujos valores encontram-se na *Conjuntura Econômica*.

q a expectativa de inflação foi construída segundo o modelo de expectativa adaptativa, a partir do IGP–DI.

B^a a base monetária ajustada decorre da relação entre a base monetária e a reserva internacional descontada dos depósitos voluntários em moeda estrangeira no Banco Central. Esta última variável, cujos dados são disponíveis em dólares, foi convertida para cruzeiros a partir da aplicação da taxa de câmbio média ao saldo em dezembro de 1976 e aos fluxos a partir de janeiro de 77. Os resultados foram acumulados mensalmente e a fonte dessas variáveis é o Banco Central.

a a relação entre os depósitos a vista e os meios de pagamento foi construída a partir dos dados disponíveis no Boletim do Banco Central.

y para a renda real, foi utilizada uma média móvel bimensal do Índice de produção industrial do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

r_c tendo em vista os critérios que norteiam o cálculo do recolhimento compulsórios em moeda – variáveis no período mas fundamentalmente calçados nos depósitos a vista do mês imediatamente anterior – optou-se utilizar a razão entre o volume de recolhimento compulsório em *t* e o volume dos depósitos a vista em *t – 1* como *proxy* para a taxa de recolhimento compulsório fixada para o período *t*.

E_c esta variável destina-se a medir o efeito do mercado “institucional” de crédito sobre o mercado “livre” de crédito. Constitui-se da soma dos créditos compulsórios dos bancos à agricultura e à pequena e média empresa, conforme a regulamentação existente no período.

α como descrito no item 3, o multiplicador de crédito *α* foi utilizado para ajustar as variáveis independentes. Seu cálculo baseou-se na equação

$$\alpha = m [1 + c - t(a + c)] - 1$$

e os dados necessários para construí-lo foram extraídos do Boletim do Banco Central.

D_b *dummy* destinada a avaliar os efeitos do contingenciamento ao crédito do sistema bancário e da elevação do Imposto de Operações Financeiras. Assume o valor 1 para o período compreendido entre abril de 1980 e dezembro de 1982, sendo 0 para o período restante.

Di_T destina-se a examinar o impacto do período abril/80 – dezembro/82 sobre a contribuição da rentabilidade das LTNs em relação à taxa de juros de empréstimos do sistema bancário. Resulta do produto entre *D_b* e *i_T*.

*Di** procura medir a mudança do coeficiente do custo externo esperado no período abril/80 – dezembro/82. Resulta do produto entre *D_b* e *i**.

Red dummy cujo objetivo é o de levar em consideração o redutor de juros no período set/79 – nov/80. Por esse motivo, seu valor é 1 nesse período e 0 no período restante.

D₆ *dummy* sazonal para o último bimestre do ano.

A análise empírica cobre o período compreendido entre setembro de 1977 e dezembro de 1982 e utiliza-se de dados bimensais construídos a partir dos dados mensais. Essa conversão, no caso das taxas de juros e da expectativa de inflação, foi realizada através de média geométrica. As outras variáveis foram transformadas através de média aritmética.

Finalmente, vale assinalar que a análise econométrica é feita através de uma amostra com 32 observações.

Bibliografia

- ALIBER, R. Z. "The interest rate parity theory: a reinterpretation". *Journal of Political Economy*, 81 (November-December 1975). p. 1451-59.
- BALTENSPERGER, E. "Alternative approaches to the theory of the banking firm". *Journal of Monetary Economics*, 6 (January 1980). p. 1-37.
- BARBOSA, F. H. "A demanda por moeda no Brasil: uma resenha da evidência empírica". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 8 (Abril 1978). p. 33-82.
- BLEJER, M. I. "Interest rate differentials and exchange risk: recent argentine experience". *Staff Papers* 29 (June 1982). p. 270-79.
- _____, e Tanzi, V. "Inflation, interest rate policy, and currency substitutions in developing economies: a discussion of some major issues". *World Development*, 10 (September 1982). p. 781-89.
- BRUNNER, K. "Money supply process and monetary policy in an open economy". In: M. B. Connolly e A. K. Swoboda, eds. *International Trade and Money*. London, George Allen & Unwin Ltd., 1973.
- _____, e Meltzer, A. H. "Some further investigations of demand and supply functions for money". *Journal of Finance*, 19 (May 1964). p. 240-83.
- _____. "A credit market theory of the money supply". *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, 13 (Maggio 1966). p. 405-32.
- _____. "Liquidity traps for money, bank credit, and interest rates". *Journal of Political Economy*, 76 (January-February 1968). p. 1-37.
- _____. "An aggregative theory for a closed economy". In: J. L. Stein, ed. *Monetarism*. Amsterdam, North-Holland, 1976. p. 69-103.
- _____. "Time deposits in the Brunner-Meltzer model of assets markets". *Journal of Monetary Economics*, 7 (January 1981). p. 129-39.
- BURGER, A. E. *The Money Supply Process*. Belmont, Wadsworth Publishing Company, 1971.
- CHATEAU, J. P. D. "The demand for and supply of deposits by credit unions". *Journal of banking and finance*, 4 (June 1980). p. 151-73.
- CORREA DO LAGO, L. A. "Taxa de juros: características e opções". *Conjuntura Econômica*, 36 (Fevereiro 1982). p. 219-26.
- DOOLEY, M. P. e ISARD, P. "Capital controls, political risk, and deviations from interest rate parity". *Journal of Political Economy*, 88 (Abril 1980). p. 370-84.
- DORNBUSCH, R. e SILVA, A. M. da. The 432 effect: dollar debt and interest rates in Brazil. November 1983. Mimeo.
- FOURÇANS, A. "Bank credit and interest rate in France: a theoretical and empirical analysis". In: B. Jacquillat, ed. *European Finance Association 1984 Proceedings*, Amsterdam, 1975. p. 145-85.
- FRATIANNI, M. "Bank credit and money supply processes in an open econo-

- my". *Metroeconomica*, 24 (Gennaio-April 1972). p. 24-69.
- FRENKEL, J. A. e LEVICH, R. M. "Covered interest arbitrage: unexploited profits?". *Journal of Political Economy*, 83 (April 1975). p. 325-28.
- _____. "Transaction costs and interest arbitrage: tranquil versus turbulent periods". *Journal of Political Economy*, 85 (December 1977). p. 1207-26.
- FRIEDMAN, B. M. e FROEWISS, K. C. "Bank behavior in the Brunner-Meltzer model". *Journal of Monetary Economics*, 3 (April 1977). p. 163-78.
- _____. "More on bank behavior: reply to van Loo". *Journal of Monetary Economics*, 7 (January 1981). p. 125-28.
- GUJARATI, D. *Basic Econometrics*. New York, McGraw-Hill, 1978.
- HADDAD, C. L. S. "Empréstimos externos e política monetária no Brasil. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 5 (Maio-Agosto 1979). p. 301-25.
- HICKS, S. C. "Commercial banks and business loan behavior". *Journal of Banking and Finance*, 4 (June 1980). p. 125-41.
- HOWARD, D. H. e JOHNSON, H. K. "Interest rates, inflation and taxes". *Economic Letters*, 9, 1982. p. 181-4.
- KORTWEG, P. e LOO, P. D. van. *The Market for Money and the Market for Credit*. Leinden, Stewfert Koese, 1977.
- LEMGRUBER, A. C. — "O Balanço de Pagamentos do Brasil: Uma Análise Quantitativa". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 6 (Agosto 1976). p. 313-52.
- _____. "A Taxa de Juros e a Taxa de Câmbio". *Balanço Financeiro*, nº 35 (Janeiro 1983). p. 3-4.
- LEVI, M. D. "Taxation and 'abnormal' international capital flows". *Journal of Political Economy*, 85 (June 1977).
- LOO, P. D. van. "On the microeconomic foundations of bank behavior in macroeconomic models". *De Economist*, 4 (1980). p. 474-96.
- _____. "Time deposit supply in the Brunner-Meltzer model". *Journal of Monetary Economics*, 6 (January 1980), 129-39.
- MARTONE, C. L. "Um esquema para a oferta de moeda e crédito". *Revista Brasileira de Economia*, 30 (Out-Dez 1976). p. 457-74.
- MELITZ, J. e PARDUE, M. "The demand and supply of commercial bank loans". *Journal of Money, Credit and Banking*, 5 (may 1973). p. 669-92.
- MILLER, S. M. "Non-bank public and commercial bank portfolio behavior in the Brunner-Meltzer model". *Journal of Monetary Economics*, 6 (November 1980). p. 561-72.
- NERLOVE, M. GREETHER, D. M. e CARVALHO, J. L. "Application of the formulation of distributed — lag models". *Analysis of Economic Time Series*, New York, Academic Press, 1979. p. 302-8.

- PASTORE, A. C. "A Oferta de Moeda no Brasil - 1961-72". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 3 (Dezembro 1973). p. 993-1044.
- PEDROSA, E. A. *Programação Monetária: Aspectos Teóricos e o Caso Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1981.
- SAVING, T. R. "A theory of money supply with competitive banking". *Journal of Monetary Economics*, 3 (July 1977). p. 289-303.
- _____. "Money supply theory with competitively determined deposit rates and activity charges". *Journal of Money, Credit and Banking*, 11 (February 1979). p. 22-31.
- SIMONSEN, M. H. "Inflation and the money and capital markets of Brazil". In: H. S. Ellis, ed. *The Economy of Brazil*, Berkely, Univ. of California Press (1969). p. 133-61.
- SJAASTAD, L. A. e CORTÉS DOUGLAS, H. "El enfoque monetário de la balanza de pagos y las tasas de interés real en Chile". *Estudios de Economía*, 11, primer semestre 1978, Universidad de Chile. p. 3-58.
- SLOVIN, M. B. e SUSHKA, M. E. "An economic model of the market for negotiable certificates of deposit". *Journal of Monetary Economics*, 5 (October 1979). p. 551-68.
- SMITH, D. J. "The demand for and supply of deposit by credit unions: correction and comment". *Journal of Banking and Finance*, 7 (June 1983). p. 285-87.
- SENNA, J. J. "O choque das taxas de juros". *A Mão Visível*. Rio de Janeiro (RJ): IBMEC, 1983. p. 95-102.
- _____. "Juros, Câmbio e os Dilemas da Política Econômica". *O Globo*, 17.01.83.
- _____. "Risco de Câmbio e Taxas de Juros". *Perspectiva Econômica* (Maio 1983).
- THEIL, H. *Principles of Econometrics*. New York, John Wiley & Sons, 1971.
- THROOP, A. W. "Managed floating and the independence of interest rates". *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Summer 1980. p. 6-23.
- WILBY, W. L. "Interest rates and exchange rates under the Fed's new operating procedure: the uneasy Marriage". *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 5 (September-October 1981). p. 3-13.
- WILLMS, M. "Controlling money in an open economy: the german case". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 53 (April 1971). p. 10-27.
- ZANARTU, M. V. *La Incidencia del Impuesto Inflacion en el Mercado de Crédito Bancario: Antecedentes Teóricos y el Caso Chileno: 1976-1978*. Tese de Mestrado submetida à Pontificia Universidad Católica de Chile, mimeo. 1982.
- ZWICK, B. "The adjustment of the economy to monetary changes". *Journal of Political Economy*, 79 (Jan-Feb 1971). p. 77-97.

"Rating", Previsão de Concordatas e Falências no Brasil

Luiz Augusto de Bragança*
Sérgio Luiz de Bragança**

O artigo combina análise de discriminante com indicadores econômico-financeiros para a determinação dos indicadores mais importantes para efeito de previsão de falências e concordatas no Brasil. No processo é derivado o peso a ser dado a cada indicador, resultando como produto final uma nota sintética de saúde financeira. O trabalho distingue-se dos demais não só em função dos indicadores como também pelo fato dos autores não terem selecionado "a priori" quais os indicadores mais importantes. Um total inicial de 24 indicadores foi submetido a processo de seleção estatística, determinando-se assim que 5 indicadores continham toda informação para efeito de estudo de saúde financeira. Entre os demonstrativos financeiros publicados pelas empresas, o demonstrativo de origens e aplicações mostrou-se ser o mais importante.

The article combines discriminant analysis with financial statements indicators to select the most important ones for the purpose of predicting corporate financial distress. The final product is a "rating" which measures corporate financial conditions. Contrary to other studies in the area, the present one does not start with a selected number of indicators which the researcher establishes as the most important on a priori ground. We start with twenty four indicators which are submitted to a process of statistical selection and end up with five. The statement of origins and application is the most important one for the study of corporate financial conditions.

Introdução

O presente estudo combina métodos estatísticos (análise de discriminante) com a análise de indicadores econômico-financeiros na previsão de concordata e na atribuição de uma nota que reflita a saúde financeira das empresas.

Como resultado do trabalho obtém-se uma relação dos indicadores econômico-financeiros mais significativos para a previsão de falências e determina-se os pesos que devem ser atribuídos a cada indicador na confecção de um

* Diretor Técnico do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC)
** Consultor.

grau síntese das condições financeiras das empresas.

No apêndice C apresentamos uma listagem da nota de algumas empresas com base em seus demonstrativos financeiros no ano de 1983. A cada empresa considerada na amostra associamos um elenco de indicadores, compilados a partir de seus demonstrativos financeiros, divididos nas categorias seguintes:

1. Indicadores de Solvência a Curto Prazo
2. Indicadores de Solvência a Longo Prazo e Capacidade de Pagamento
3. Indicadores de Eficiência
4. Indicadores de Lucratividade

Descrição da Amostra

A amostra das empresas concordatárias foi formada intencionalmente, incluindo praticamente todas as empresas abertas que tiveram falência decretada ou solicitaram concordata a partir do ano de 1979.

A amostra de não falidas foi confeccionada de forma paralela visando associar a cada empresa no grupo acima preferencialmente 2 empresas que sejam do mesmo setor de atividades e tenham ativos totais comparáveis.

O apêndice A relaciona as empresas concordatárias e seus pares não concordatários que compõem um total de 77 empresas, sendo 28 concordatárias. O corte no tempo, ano de 1979, foi adotado em função da disponibilidade de informação, pois somente a partir de 1978 a CVM recebe sistematicamente e de forma padronizada os demonstrativos financeiros das companhias abertas. Essa limitação se projeta naturalmente sobre os resultados da análise emprestando-lhe uma dimensão temporal, na medida em que eventos ou fatores podem ter sua importância relativa aumentada dependendo do intervalo do tempo em que são considerados.

Indicadores Utilizados

Iniciamos o trabalho com um conjunto de 24 indicadores econômico-financeiros relacionados no Apêndice A. A maioria destes indicadores são familiares à comunidade financeira, razão pela qual não nos deteremos em introduzi-los ao leitor. No entanto, os indicadores que utilizam o que denominamos Fundo das Operações e Caixa das Operações merecem uma explicação mais detalhada. É importante ressaltar que estas duas variáveis não têm sido utilizadas em outros trabalhos que abordaram o assunto.

O Fundo das Operações representa a geração interna de recursos da empresa e é diretamente obtido do demonstrativo de origens e aplicações. Representa o quanto determinada empresa gerou de fundos de suas operações movimentadas antes de atender às suas necessidades de capital de giro.

No Brasil, este indicador reveste-se de especial importância tendo em vista o processo de correção monetária adotado. Ao eliminar do lucro os efeitos das contas que não usam ou geram capital de giro, principalmente os saldos das contas de correção monetária, de variação monetária e cambial, obtém-se uma medida da geração interna de recursos da empresa. É bom lembrar que uma empresa pode muito bem apresentar alta lucratividade devido essencialmente à presença de um elevado saldo credor na conta de correção monetária e estar muito próxima a um pedido de concordata.

O Caixa das Operações representa quanto a empresa gerou de recursos internamente após atender suas necessidades de capital de giro, antes de qualquer empréstimo e financiamento, bem como de investimento em itens do ativo disponível.

É obtido da seguinte forma:

Fundo das Operações – Variação Capital Circulante Líquido – Variação em

Empréstimo e Financiamento de Curto Prazo + Variação do Disponível =

$$\begin{aligned}
 &= \text{Lucro Líquido} \\
 &\pm \text{Depreciação} \\
 &\pm \text{Variações Monetárias e Cambiais} \\
 &\pm \text{Saldo de Correção Monetária} \\
 &\pm \text{Outras contas que não usaram ou geraram frutos} \\
 &= \text{Fundo das Operações} \\
 &- \text{Incremento em Contas a Receber} \\
 &- \text{Incremento em Estoques} \\
 &+ \text{Incremento em Fornecedores} \\
 &= \text{Caixa das Operações}
 \end{aligned}$$

A justificativa para a inclusão de tal variável se deriva do fato de que a primeira necessidade de qualquer empresa está em suprir-se de capital de giro adequado ao seu nível de operações. Incidentalmente, o caixa das operações pode também fornecer indicações sobre a habilidade da empresa em pagar dividendos e, por conseguinte, deve ser de interesse para a comunidade de analistas de mercado de capitais.

O principal interesse de nosso trabalho está em combinar técnicas estatísticas (análise discriminante) juntamente com indicadores econômico-financeiros no estudo do processo de concordata e na atribuição de um grau a cada empresa que reflita sua saúde financeira. No entanto, o trabalho realizado tem implicações para o processo de classificação dos diversos indicadores.

Foi encontrada associação praticamente nula do Caixa de Operações, tanto com o lucro líquido (-10) como com o Fundo de Operações (.091), o

que nos leva a afirmar que o Caixa de Operações deve ser considerado mais como uma medida de solvência do que como uma medida de lucratividade. Por outro lado, a associação mais forte entre o Fundo de Operações e o Lucro Líquido (.693) nos leva a postular o Fundo de Operações como uma medida alternativa de lucratividade. Assim, os analistas quando interessados em determinar a capacidade de crescimento auto-sustentável das empresas, devem utilizar em seus cálculos tanto o Fundo das Operações quanto o Lucro Líquido.

Nós já vínhamos utilizando tal procedimento em outros trabalhos. O presente estudo confirma trabalhos anteriores.

Resultados

Este estudo se distingue dos demais quando toma um elenco bastante abrangente de indicadores econômico-financeiros sem estabelecer "a priori" aqueles que devem participar de função discriminante. Ou seja, esse conjunto de variáveis é submetido a processos de escolha e ordenação que examina a importância de cada indicador com base na sua capacidade explicativa ao ser incorporado no modelo discriminante. Os pacotes estatísticos (neste trabalho foi utilizado o SPSS) oferecem alguns critérios de seleção de variáveis, sendo que os mais conhecidos são designados por Mahalanobis e Wilks no próprio manual do referido pacote.

O resultado da aplicação desses critérios forneceu invariavelmente a seguinte ordem de inclusão de variáveis no modelo discriminante:

- 1) Fundo das Operações / Exigível Total
- 2) Receitas Líquidas / Ativo Total
- 3) Período Médio de Estoques
- 4) (Fundo das Operações + Despesas Financeiras) / Ativo Total
- 5) Exigível Total / Patrimônio Líquido

Os outros indicadores, na presença dos cinco selecionados, não atingiram o nível de significância de 25% (adotado como valor mínimo). Em outras palavras, os outros indicadores não adicionam informação ou diferenciam a média dos indicadores econômico-financeiros nos dois grupos de forma significativa.

Faremos a seguir uma breve análise dos indicadores selecionados:

- a) Dois indicadores de estrutura de capital e capacidade de pagamento:

Exigível Total / Patrimônio Líquido

e

Fundo das Operações / Exigível Total

O aparecimento de Fundo das Operações / Exigível Total como o mais importante para efeito de previsão de falências e concordatas não nos causa surpresa. Afinal, é a habilidade da empresa em gerar fundos internamente que determinará em última instância se esta será capaz de pagar seus credores ou não.

Parece importante, no entanto, e serve também para mostrar que ao combinar análise estatística com análise econômico-financeira chegamos a um produto mais útil às seguintes observações:

A princípio, quando examinamos os balanços das empresas concordatárias notamos que o Caixa das Operações torna-se negativo ou insignificante na maioria dos casos até três anos antes do pedido de concordata. Tal fato nos levou a crer que esta variável deveria ser de extrema importância na previsão do fenômeno em consideração. Ficamos, assim, surpresos, a princípio, quando constatamos que ela não aparecia entre as variáveis discriminantes do processo de concordata. Após verificar os balanços de várias outras empresas não concordatárias, notamos que muitas delas (principalmente aquelas atravessando um rápido período de crescimento), também apresentavam caixa de operações negativo. A razão é clara, firmas atravessando rápido período de crescimento precisam realizar grandes investimentos no capital circulante, o que determina a geração negativa de fundos após o atendimento destas necessidades de giro. No entanto, credores e investidores, ao perceber as oportunidades de investimento a elevadas taxas de retorno com que se defrontam estas empresas estão prontos a supri-las com a quantidade de capital (acionário ou débito) necessária para o financiamento em bases saudáveis de seu crescimento.

As nossas observações devem, no entanto, servir como um alerta para aquelas empresas em rápida fase de crescimento. Elas precisam, cuidadosamente, compatibilizar suas necessidades de crescimento com sua estrutura de capital e, principalmente, notar que tanto o mercado de crédito como de capital acionário atravessam não raras vezes períodos de liquidez bastante apertada, o que pode levar tais empresas a um pedido de concordata com os consequentes prejuízos para os acionistas, credores e a sociedade em geral, esta última perda em termos de eficiência na alocação de recursos. Em outras hipóteses estas empresas podem tornar-se alvo fácil para aquisições por parte de outras firmas ricas em caixa. Nesta situação, perdem os acionistas antigos, que vêem-se obrigados a vender rapidamente a empresa a preços deprimidos.

- b) Dois indicadores de eficiência na gerência dos ativos:

Receita Líquida / Ativo Total

e

Período Médio de Estoques

A inclusão da variável Receita Líquida / Ativo Total como importante na discriminação entre empresas falidas e não falidas também não surpreende. Afinal, a rotatividade total dos ativos é um dos determinantes da taxa de lucratividade das empresas e conseqüentemente de sua capacidade de gerar fundos internamente. Tal variável é também comum a outros estudos versando sobre o processo de concordata.

c) Um indicador de lucratividade:

(Fundo das Operações + Despesas Financeiras) / Ativo Total

Como já assinalado, o Fundo das Operações deve ser usado de preferência ao Lucro Líquido como um indicador de lucratividade e capacidade de crescimento auto-sustentável.

Como observações finais quanto às variáveis escolhidas é importante realçar o período pesquisado — a maior parte dos pedidos de concordata concentraram-se no período 1980—1983. Tal período teve duas características principais:

- a) elevadíssimas taxas reais de juros;
- b) recessão.

Seria de se esperar desta forma que muitas empresas, enfrentando uma baixa rotatividade em seus ativos totais e, ao mesmo tempo, tendo que arcar com pesadas despesas financeiras, não suportassem. Aquelas empresas, por outro lado, com um Fundo de Operações razoavelmente elevado em relação ao seu exigível total, puderam contrabalançar o efeito adverso da baixa rotatividade. Principalmente aquelas que iniciaram o período com um baixo índice de endividamento. Muitas empresas saudáveis neste período adotaram programas diversos de racionalização de custos, o que lhes permitiu agir sobre a margem operacional, a outra variável importante na determinação da lucratividade dos ativos totais das empresas. O aparecimento da variável período médio dos estoques como importante na discriminação entre empresas falidas e empresas saudáveis no período em consideração, parece vir a confirmar nossas observações anteriores. Em um período recessivo e de elevadas taxas de juros, uma boa gerência de estoques tem implicações diretas sobre o custo financeiro da empresa e, por conseguinte, sobre a sua capacidade de pagamento.

A função discriminante sobre os cinco indicadores selecionados, quando aplicada na previsão da classificação das empresas na amostra fornece os resultados apontados na Tabela 1.

Portanto, 65 empresas (84,4%) aparecem classificadas corretamente; 6 falidas e 6 não falidas são classificadas erradamente.

Deve-se mencionar que esta classificação é obtida automaticamente atra-

TABELA 1
CLASSIFICAÇÃO PREVISTA

Classificação na Amostra	Falidas	Não Falidas	Total
Falidas	22(78,6%)	6(21,4%)	28
Não Falidas	6(12,2%)	43(87,8%)	49

vés da estimação de um ponto de corte teórico. Uma empresa com grau calculado pela aplicação da função discriminante, menor que esse ponto é classificada no grupo das falidas, ao passo que, quando o grau for superior, é classificada no outro grupo. O ponto de corte foi estimado em $-.24$.

Um procedimento mais realista pode ser desenvolvido através da escolha de um intervalo de incerteza ao invés da utilização de único ponto. Esse intervalo conteria naturalmente a região mais densa de observações classificadas erroneamente. Neste caso, seriam classificadas apenas as empresas situadas fora do intervalo. Com base no nistograma dos graus (gráfico dos valores calculados sobre as empresas da amostra), escolhemos o intervalo ($-.64, .16$), como região de incerteza.

A adoção desse intervalo modificaria o quadro de resultados como apresentado na Tabela 2.

TABELA 2

	Falidas	Não Falidas	Sem Classificação	Total
Falidas	18	2	8	28
Não Falidas	3	35	11	49

53 empresas permanecem classificadas corretamente de um total de 77 empresas; 5 aparecem com classificação trocada, sendo 3 não falidas classificadas como falidas e 2 falidas classificadas como não falidas e 19 estão na região de incerteza. Deve-se notar que embora o risco de classificar errado seja diminuído, o custo desse procedimento envolve a eliminação de 12 empresas classificadas corretamente.

Na Tabela 3 apresentamos notas de saúde financeira, calculadas com base no valor de função discriminante aplicada aos indicadores econômico-financeiros selecionados de algumas empresas.

Segundo nosso critério de classificação, as empresas que apresentarem uma nota inferior a $-.64$ são classificadas como concordatárias. A região de

TABELA 3

Empresa	Data da Concordata	GRAU						
		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Randon	21.12.82	-.0185	-.4010	-.0889	-.0378	-.4448	-.1186	.3024 Semestr. - .17
IAP	17.02.83			-.2861	.1946	-1.2787	-1.36	Semestr. .4360
Solorrico	25.03.83		-.6322	.5293	-.2608	-.5416	-.4805	Semestr. 1.145
Corrêa Ribeiro	12.05.82		1.072	.9150	-.2945	-1.42	-.78	Annual

TABELA 4

Empresa	Data da Concordata	Lucratividade das Ações em Bolsa (Em Percentagem)					
		Jan-Dez/81	Jan-Dez/82	Jan-Dez/83	Jan-Jun/84	Jan-Out/84	
Rondon	21.12.82					161.45	
IAP	17.12.83		(30)	4.763	40	-	
Solorrnico	25.03.83	PP (47.8)	(22.4)	2.685.7	60.84	81.33	
		OP -	(37.8)	1.768.4	97.1		
Corrêa Ribeiro	12.05.82	PP (33.38)		5.852.17	(26.67)	(39.59)	

incerteza está compreendida no intervalo $-.64$ a $.16$. Como podemos observar do quadro, o nosso critério de classificação de empresas através de uma nota sintética de saúde financeira produziu bons resultados na maioria das situações até três anos antes do pedido formal de concordata. Importante notar também que os graus, ao refletirem a saúde financeira das empresas ao longo dos anos, mostram aquelas que têm possibilidades de sair do processo de concordata. Corrêa Ribeiro, por exemplo, teve sua concordata suspensa em 19 de dezembro de 1983, confirmando a nota que obteve com base em seus demonstrativos financeiros que compreenderam o exercício social de 03/83-03/84. A nota de $.6170$ a classifica corretamente como não concordatárias.

Um outro caso em questão é Randon, que já comunicou às Bolsas sua próxima saída da situação concordatária. A nota que atribuímos a tal empresa, de .3024 a classifica como não concordatária. Embora Solorrico ainda não tenha saído da concordata, a nota de .2360 atribuída com base no exercício que cobre o período 06/83—06/84 a coloca como não concordatária, o que nos leva a prever que tal empresa poderá ter, em breve, sua concordata suspensa. IAP ainda classificada como concordatária, em função da nota —.17, apresenta substancial melhoria, indicando o eventual processo de recuperação.

É interessante comparar as nossas conclusões com o consenso do mercado refletido na lucratividade das ações em bolsa. A Tabela 4 mostra tal lucratividade para vários períodos antes e posterior à concordata.

Comparando as duas últimas Tabelas, podemos notar uma total concordância nos resultados. Nos períodos anteriores ao pedido de concordata, o grau atribuído pelo nosso critério de classificação começa a deteriorar-se, o mesmo acontecendo com a lucratividade das ações em bolsa. Nos períodos de evolução positiva nos graus as ações sofrem substancial valorização.

APÊNDICE A

Quadro Comparativo de Empresas Concordatárias e Não Concordatárias

Empresa Concordatária	Data da Falência	Ativo Total em 1982 (Cr\$ milhões)	Empresa Não Concordatária	Ativo Total em 1982 (Cr\$ milhões)	Sector
Adubos Vianna S.A.	1979	294	Buschele e Lepper	5.201	Fertilizantes
Ind. e Com. 0001	1982	2.452	Fertibrás	4.639	Plásticos e Derivados
Atma S.A.	1983	5.240	Goyana	6.702	Bens Consumo Recreativo
Brinq. Mimo S.A.	1982	4.429	Sansuy	2.731	Comércio
Cia. Com. Borda do Campo	1983	3.135	Manuf. Brinq. Estrela	16.524	Textil e Vestuário
Cia. Ind. Rio Guahyba	1981	3.939	Trol S.A. - Ind. Com.	6.692	Frigoríficos
Cia. Nac. de Frigoríficos "Confrio"	1983	24.396	Sopave S.A.	1.415	Têxtil e Vestuário
Cia. Nac. Tecidos Nova América	1981	30.237	Buettner	2.929	Siderurgia
Cimental Siderurgia S.A.	1982	1.258	Cata	5.134	Mecânico
Cobrasfer - Cia. Bras. de Ferramentas	1984	8.873	Frig. Borella	8.477	Máq. Apar. e Inst. p/ Escrit.
Condugel	1982	8.232	Guarapies	37.246	Café
Corrêa Ribeiro S.A.	1984	7.255	Artex	21.542	Metalurgia
Eletroaço Altona S.A.	1980	2.370	Sid. Aço-Norte	27.043	Constr. e Engenharia
Esc. Const. e Eng. Ecel S.A.			Sid. Aparecida	28.457	
			Barber	2.944	
			Greengema	1.422	
			Eletromar	5.492	
			Eriesson	67.539	
			Café Brasília	9.616	
			Iguaçu Café Solúvel	5.931	
			Braspar	2.594	
			Constr. Better	2.594	

Continua...

... Continuação do Apêndice A

Empresa Concordatária	Data da Falência	Ativo Total em 1982 (Cr\$ milhões)	Empresa Não Concordatária	Ativo Total em 1982 (Cr\$ milhões)	Sector
Fibam - Cia. Indl.	1983	2.913	Metisa	3.577	Metalurgia
Fichet S.A.	1980	2.165	Cia. Geral Ind.	5.720	Metalurgia
Glisslite S.A.	1982	7.232	ITAP	14.850	Plásticos e Derivados
Ind. Plásticos	1983	14.065	Pir. Brasília	10.151	Fertilizantes
IAP S.A. Ind. de Fertilizantes	1981	2.120	Elekeiroz	7.537	Móveis Artef. e Decor.
Lafer S.A. Ind. e Com.	1983	3.482	Fertisul	18.541	Madeira
Manasa - Madeireira Nacional S.A.	1983	2.856	Mov. Aço Fiel	1.194	Metalurgia
Metalurgia Douat S.A.	1983	2.991	Ind. Arrefama	3.807	Bens Cons. Doméstico
Prosdócimo S.A.	1982	9.452	Ind. Wagner	4.688	Auto-Peças e Carroc.
Randon S.A.	1982	3.182	Mad. Sint. S.A.	3.658	Móveis e Art. Decor.
Veic. e Empreendim. Securit S.A.	1982	15.150	Met. Duque	3.377	Siderurgia
Sider. Coferraz	1982	24.802	Alusvo	6.475	Constr. e Eng.
Servix Eng. S.A.	1983	11.512	Refr. Paraná Springer	10.473	Fertilizantes
Solorrico S.A. Ind. e Com.	1982	11.560	Valmet	10.463	Têxtil e Vestuário
Textil Gabriel Calfat S.A.	1982	7.769	Muller	3.288	Bens e Cons. Doméstico
Vigorelli do Brasil S.A. Com. e Ind.	1982		Móveis Aço	24.383	
			F. Artefama	1.194	
			Sid. Pains	10.923	
			Sid. Guaira	12.099	
			Ecisa	16.095	
			João Fortes	45.538	
			Copas	16.208	
			Manah	21.288	
			Cedro Cachoel	12.676	
			Dohler S.A.	10.832	
			Semp	6.511	
			Climax	12.482	

APÊNDICE B

Relação dos Indicadores Econômico-Financeiros com que iniciamos o trabalho

Indicadores de Solvência a Curto Prazo

$$\text{Caixa das Operações} \div \text{Passivo Corrente}$$

$$\text{Ativo Corrente} \div \text{Passivo Corrente}$$

$$\text{Ativo Corrente} - \text{Estoques} \div \text{Passivo Corrente}$$

$$\text{Ativos Disponíveis} \div \text{Passivo Corrente}$$

$$\text{Fundo das Operações} \div \text{Passivo Corrente}$$

Indicadores de Solvência a Longo Prazo e Capacidade de Pagamento

$$\text{Exigível Total} \div \text{Patrimônio Líquido}$$

$$\text{Caixa das Operações} \div \text{Exigível Total}$$

$$\text{Fin. Curto} \div (\text{Fin. Curto} + \text{Longo})$$

$$(\text{Lucro Líquido} + \text{Desp. Financeiras}) \div \text{Despesas Financeiras}$$

$$(\text{Fundo das Operações} + \text{Despesas Financeiras}) \div \text{Desp. Financeiras}$$

$$(\text{Caixa das Operações} + \text{Despesas Financeiras}) \div \text{Desp. Financeiras}$$

$$\text{Fundo das Operações} \div \text{Exigível Total}$$

Indicadores de Eficiência

$$\text{Receitas Líquidas} \div \text{Ativo Total}$$

$$\text{Rotatividade de Contas a Receber}$$

$$\text{Período Médio de Estoques}$$

$$\text{Período Médio} \div \text{Recebimento Dias}$$

$$\text{Rotatividade dos Estoques}$$

$$\text{Período Conv. dos Estoques (dias)} = \text{Período Médio Recebimento} + \text{Período Médio Estoques}$$

Indicadores de Lucratividade

$$\text{Lucro Líquido} \div \text{Patrimônio Líquido}$$

$$(\text{Lucro Líquido} + \text{Desp. Financeira} + \text{Prov. I.R.}) \div \text{Receitas Líquidas}$$

$$(\text{Fundo das Operações} + \text{Despesas Financeiras} + \text{Prov. I. R.}) \div \text{Receitas Líquidas}$$

$$(\text{Caixa das Operações} + \text{Despesas Financeiras}) \div \text{Ativos Totais}$$

$$(\text{Fundo das Operações} + \text{Despesas Financeiras}) \div \text{Ativos Totais}$$

$$(\text{Lucro Líquido} + \text{Despesas Financeiras}) \div \text{Ativo Total}$$

APÊNDICE C

Empresa	Setor	Ano	Grau
Bonato	Química e Petroquímica	12/83	1.0995
Elekeiroz	Química e Petroquímica	12/83	0.6807
Sadia Avícola	Produtos Alimentícios	12/83	1.6666
Cica	Produtos Alimentícios	04/84	1.5667
Germani	Produtos Alimentícios	12/83	2.2867
Moinho da Lapa	Produtos Alimentícios	12/83	1.5219
Anderson Clayton	Produtos Alimentícios	03/84	2.1183
São Paulo Alpargatas	Têxtil e Vestuário	12/83	2.8751
Tec. Santanense	Têxtil e Vestuário	12/83	1.8753
Guararapes	Têxtil e Vestuário	12/83	2.3878
Ferreira Guimarães	Têxtil e Vestuário	12/83	1.3087
Cremer	Têxtil e Vestuário	12/83	1.7607
Iguaçu Café Solúvel	Café	12/83	1.8360
Paranapanema	Mineração	12/83	3.6432
A. Lindenberg	Construção Civil	06/83	0.7360
Servix	Construção Civil	12/83	1.2447
Ecisa	Construção Pesada	12/83	3.7481
Petróleo Ipiranga	Petróleo e Gás	01/84	2.1051
Copas	Fertilizantes	12/83	1.0178
Cia. Riograndense Adub.	Fertilizantes	12/83	1.6194
Buschle Lepper	Fertilizantes	12/83	2.9879

APÊNDICE TÉCNICO

Faremos a seguir um sumário teórico visando motivar o leitor para os aspectos técnicos da aplicação em estudo.

Sejam x e y duas variáveis com distribuição normal univariada,

$$N(u_1, \sigma_1), N(u_2, \sigma_2)$$

respectivamente. Sabendo que as variâncias são idênticas, isto é,

$$\sigma_1 = \sigma_2 = \sigma,$$

o teste de igualdade das duas distribuições fica reduzida ao teste da hipótese de

igualdade das médias u_1 e u_2 . Este teste é bastante conhecido e toma como base a estatística t calculada da forma abaixo:

Seja

$$x_i, i = 1, 2, \dots, n_1, \text{ e } y_j, j = 1, 2, \dots, n_2$$

amostras de $N(u_1, \sigma)$ e (u_2, σ) . Fazendo

$$\bar{x} = \frac{1}{n_1} \sum_i x_i, \bar{y} = \frac{1}{n_2} \sum_j y_j \quad \text{e}$$

$$S^2 = \frac{1}{(n_1 + n_2 - 2)} \left[\sum_i (x_i - \bar{x})^2 + \sum_j (y_j - \bar{y})^2 \right]$$

Então, sob a hipótese de que $u_1 = u_2$, a estatística $t = (\bar{x} - \bar{y}) / S$ tem distribuição conhecida (t de Student) e serve, a menos de um determinado nível de significação, para aceitar ou rejeitar a hipótese de igualdade das médias.

Uma forma geométrica de interpretar a estatística t pode ser motivada pelo fato de $(\bar{x} - \bar{y})$ representar a distância euclidiana entre os pontos $\bar{x}$ e $\bar{y}$. A transformação desse conceito de distância em uma noção estatística implica naturalmente na correção desse valor pela variância das distribuições, ou seja, tomando $t = (\bar{x} - \bar{y}) / S$. Em outras palavras, duas distribuições são tanto mais distantes, na medida em que maior for a distância entre as médias e menor for a sua variância. Deve-se notar que este conceito está intimamente associado à probabilidade de uma observação gerada por uma das distribuições ser considerada como observação de outra distribuição, isto é, quanto mais distante duas distribuições, menor a probabilidade de tal ocorrência.

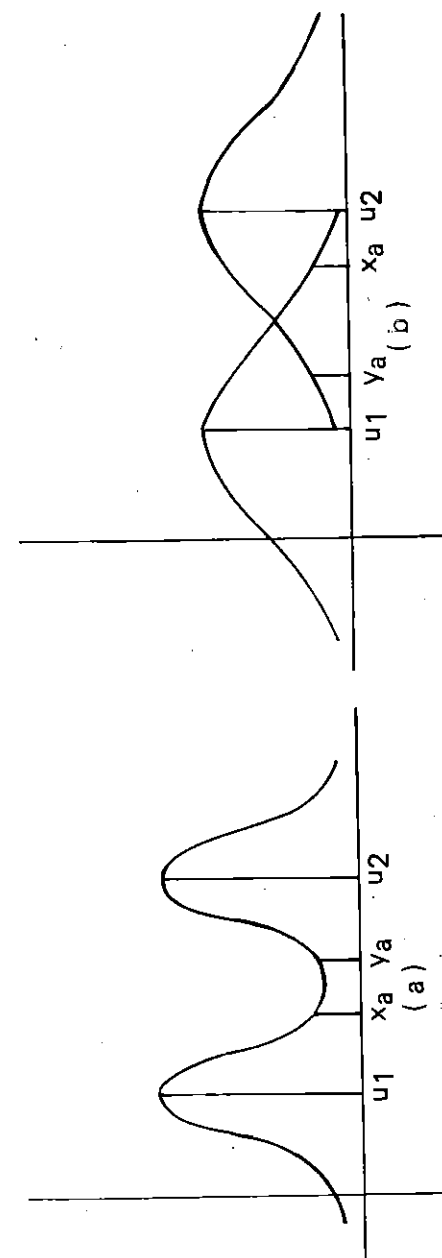
A Figura 1 ilustra graficamente o conceito de distância estatística.

As duas distribuições em (a) são mais distantes do que as duas em (b). A região desenhada representa o risco de interpretar observações de uma distribuição como tendo sido geradas pela outra distribuição, a menos de um nível de significância α .

Analogamente ao caso univariado, análise discriminante adota como hipótese básica que os grupos ou populações em estudo são gerados por distribuições normais multivariadas com vetores de média u_1 e u_2 , e mesma matriz de covariância W . A função discriminante estima um vetor de coeficientes K que ao projetar as duas distribuições maximiza a distância estatística entre as distribuições univariadas derivadas.

Sendo

FIGURA 1

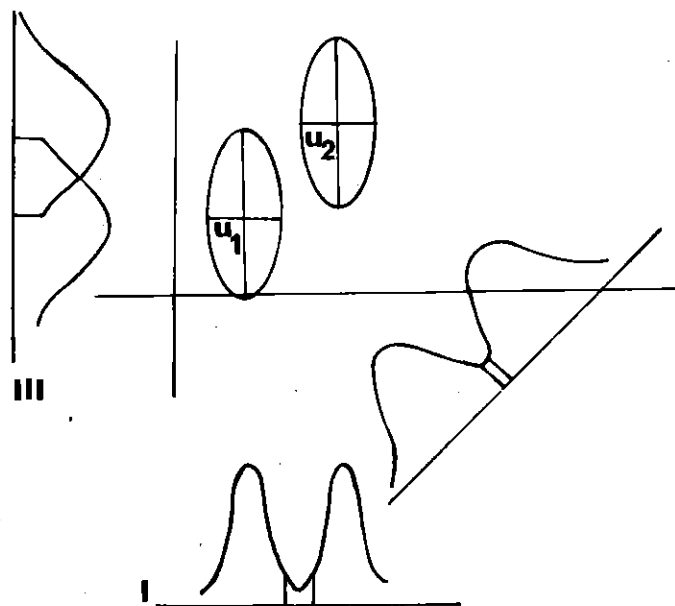


$$X_i, i = 1, \dots, n, Y_j, j = 1, \dots, n_2,$$

observações nas amostras de cada distribuição, a projeção na direção definida todos são obtidos pelos produtos $K'X_i$ e $K'Y_j$, sendo que as médias amostrais das distribuições projetadas são dadas por $K'X$ e $K'Y$, e a variância $K'WK$. Onde X , Y e W são as médias e variância amostrais das distribuições originais.

A título de ilustração sugerimos examinar a Figura 2, onde o formato das figuras é definido pela matriz de covariância W . Nesse exemplo, a direção definida pela reta I é a que melhor discrimina as distribuições projetadas, enquanto a reta III é a que pior discrimina.

FIGURA 2



Bibliografia

- ALTMAN, Edward. *Corporate Financial Distress*. John Wiley & Sons. 1983.
- _____. T. Baidya, and L. M. Ribeiro Dias. Assessing potential financial problems of firms in Brazil. *Journal of International Business Studies*. Fall 1979.
- CASEY, Cornelius e BARTCZAK, Normam. Cash flow it's not the bottom line. *Harvard Business Review*. July–August, 1984.

O Porte dos Mercados de Ações e Debêntures: Brasil Versus Países Industrializados (1970–83)

Domingos de Gouveia Rodrigues*

O objetivo deste trabalho é comparar o porte dos mercados de ações e debêntures do Brasil com seus similares dos países industrializados pertencentes à OCDE. Nesse sentido, comparam-se os volumes emitidos de ações e debêntures com o produto nacional bruto de cada país.

The main purpose of this article is to make a comparison between the size of Brazilian bonds market and stocks market and that of its similars of industrialized countries from OECD. To reach this intent, the search was over the quantities of emissions of bonds and stocks in face of the GNP for each country.

Introdução

Existe relativo consenso de que os mercados de ações e debêntures, no contexto de uma economia capitalista, têm importante papel a desempenhar no processo de capitalização das empresas, por um lado, fomentando a poupança e, por outro lado, estimulando o investimento.

Não obstante o mundo ocidental seja caracterizado em quase sua totalidade pela existência de países com regime capitalista, devido às condições específicas de desenvolvimento de cada país é de se esperar que a contribuição dos mercados de ações e debêntures ao desenvolvimento econômico não seja homogêneo, espelhando o próprio estágio de desenvolvimento do mercado de capitais em cada país e que acompanhe a tendência do comportamento macroeconômico.

O objetivo deste trabalho é comparar o porte dos mercados de ações e debêntures do Brasil, país em desenvolvimento e que nas duas últimas décadas — com exceção dos quatro últimos anos — tem passado por um forte processo

*Pesquisador do Centro de Estudos Financeiros e Empresariais do IBMEC.

de crescimento econômico e de grande desenvolvimento de seu mercado de capitais, com os países da OCDE¹, países tipicamente desenvolvidos.

Brasil Versus OCDE: O Crescimento Econômico do Período 1970-83

A crise do sistema financeiro internacional em 1971 colocando por terra os acordos de Bretton Woods quando os Estados Unidos suspenderam a convertibilidade em ouro do dólar e desvalorizaram sua moeda acabando com o sistema de paridades fixas, e o primeiro choque do petróleo em 1973, gerando fortes pressões inflacionárias e instabilidade econômica, afetaram fortemente todas as economias capitalistas e reverteram o longo ciclo de crescimento que as mesmas vinham apresentando.

De acordo com o Quadro 1, a partir de 1974, praticamente todos os países da OCDE apresentaram taxas de crescimento substancialmente menores comparadas com as taxas dos anos anteriores. A reversão do ciclo de crescimento em 1974 e 1975 é particularmente forte nos Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, Itália, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Luxemburgo, Portugal (este devido também a fatores políticos), Espanha, Suíça e Nova Zelândia.

No caso do Brasil, ainda que em 1974 a taxa de crescimento seja bastante elevada (9,7%) e apenas superada pela Turquia (12,5%), torna-se nítido, a partir deste ano, o processo de desaceleração do crescimento posterior ao período do "milagre".

As médias das taxas de crescimento para os países da OCDE e Brasil apresentadas no Quadro 1 caracterizam bem o processo de desaceleração no crescimento econômico a partir de 1974. Como vemos no referido Quadro, a taxa média para o período 1970-73 é de 5,58%, portanto, bem superior à taxa do período 1974-79 (2,93%) e do período 1980-83 (1,19%).

No caso específico do Brasil, notamos que sua taxa de crescimento média nos dois períodos iniciais (11,38% e 6,98%) é substancialmente superior à média dos países da OCDE indicando que o programa de ajuste naqueles países foi efetivamente mais sério. No período 1980-83 o Brasil apresenta uma das menores médias, demonstrando que o elevado crescimento dos períodos anteriores está sendo corroído pelo aprofundamento da recessão, devido ao descontrole da inflação e ao aprofundamento da crise do setor externo que provavelmente não ocorreriam tão fortemente, caso o país tivesse se ajustado no devido tempo.

Dessa forma, torna-se importante ressaltar duas questões. Primeiramente, parece claro que o processo de ajustamento levado a cabo pelos países industrializados nos dois anos posteriores ao primeiro choque do petróleo permitiu

¹ A OCDE - ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO ECONÔMICA E O DESENVOLVIMENTO é uma entidade formada por 24 nações do bloco ocidental e seu objetivo principal é promover o crescimento econômico de seus componentes através da cooperação e da análise técnica do comportamento da economia mundial.

QUADRO 1
CRESCIMENTO REAL DO PIB NOS PAÍSES DA OCDE E BRASIL

Países	ANOS												MÉDIAS				
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1970/73	1974/79	1980/83
EUA	-0,3	3,1	5,4	5,5	-0,7	-0,7	4,9	5,2	4,7	2,3	-0,2	3,0	-2,4	3,5	3,43	2,62	0,98
Japão	9,8	4,6	8,8	8,8	-1,0	2,3	5,3	5,3	5,0	5,1	4,9	4,0	3,2	3,0	8,0	3,67	3,78
Alemanha	5,1	3,1	4,2	4,6	0,5	-1,7	5,5	3,1	3,1	4,2	1,8	-0,1	-1,0	1,25	4,25	2,45	1,95
França	5,7	5,4	5,9	5,4	3,2	0,2	5,2	3,1	3,8	3,3	3,3	1,1	0,3	1,6	0,5	5,60	3,13
Reino Unido	2,2	2,6	2,1	7,6	-0,9	-0,9	3,7	1,2	3,5	2,0	-2,6	-1,3	2,3	2,5	3,63	1,43	0,23
Itália	5,3	1,6	3,2	7,0	4,1	-3,6	5,9	1,9	2,7	4,9	3,9	0,1	-0,3	-1,5	4,28	2,65	0,55
Canadá	2,6	7,0	5,8	7,5	3,5	1,1	6,1	2,2	5,9	3,4	1,0	4,0	-4,2	3,0	5,73	3,37	0,95
Áustria	7,1	5,1	6,2	4,9	3,9	-0,4	4,6	4,4	0,5	4,7	3,0	-0,1	1,1	1,0	5,83	2,95	1,25
Bélgica	6,4	2,3	5,3	6,2	4,5	-1,9	5,5	0,6	3,2	2,5	3,2	-1,1	1,1	0,0	5,05	2,40	0,80
Dinamarca	2,3	2,4	5,4	3,8	-0,7	-1,0	6,5	2,3	1,8	3,7	-0,8	0,2	3,1	1,75	3,48	2,10	1,06
Finlândia	7,9	1,8	7,5	6,5	3,2	0,6	0,3	0,4	2,3	7,6	6,0	1,5	2,5	2,75	6,0	2,40	3,16
Grécia	8,0	7,1	8,9	7,3	-3,6	6,1	6,4	3,4	6,7	3,7	1,6	-0,4	0,0	0,0	7,83	3,80	0,30
Islândia	7,8	12,7	6,5	7,9	4,0	-0,5	3,5	5,8	3,9	4,1	4,1	2,2	-1,3	-5,75	8,73	3,47	-0,19
Irlanda	3,5	3,4	6,4	4,7	4,3	2,0	2,2	6,8	5,8	3,4	3,7	1,6	1,2	0,5	4,5	4,08	1,75
Luxemburgo	2,2	4,3	6,2	10,8	3,6	-6,1	1,9	0,6	4,5	4,0	1,7	-1,8	-1,1	-2,5	5,88	1,42	-0,93
Holanda	6,7	4,3	3,4	5,7	3,5	-1,0	5,3	2,4	2,5	2,4	0,9	-0,8	-1,6	1,25	5,03	2,57	-0,06
Noruega	2,0	4,6	5,2	4,1	5,2	4,2	6,8	3,6	4,5	5,1	4,3	0,3	-0,6	1,5	3,98	4,90	1,38
Portugal	9,1	6,6	8,0	11,2	1,1	-4,3	6,9	5,6	3,4	6,6	4,1	0,5	3,5	0,25	8,73	3,22	2,09
Espanha	4,1	5,0	8,1	7,9	5,7	1,1	3,0	3,3	1,8	0,2	1,5	0,2	1,2	2,0	6,28	2,52	1,23
Suécia	7,2	0,9	2,3	4,0	3,2	2,6	1,1	-1,6	1,8	3,8	1,7	-0,5	0,4	1,75	3,60	1,82	0,84
Suíça	6,4	4,1	3,2	3,0	1,5	-7,3	-1,4	2,4	0,4	2,5	4,6	1,5	-1,2	0,0	4,18	-0,32	1,23
Turquia	4,9	9,1	6,6	2,0	12,5	10,1	10,8	5,1	3,2	-1,7	-0,3	4,5	5,6	3,0	5,65	6,65	3,20
Austrália	6,1	5,7	3,7	5,4	1,8	2,5	3,2	1,0	2,7	4,3	1,6	4,1	-0,8	-1,25	5,23	2,58	0,91
Nova Zelândia	2,0	3,8	5,7	5,5	6,2	-0,4	2,1	-4,4	0,7	-1,7	3,2	2,8	0,4	-0,5	4,25	0,42	1,48
Brasil	8,8	12,0	11,1	13,6	9,7	5,4	9,7	5,7	5,0	6,4	7,2	-1,6	0,9	-3,2	11,38	6,98	0,83
Médias Finais															5,58	2,93	1,19

Fontes: Main Economic Indicators - OECD - October 1984; Economic Outlook - OECD - December 1983, n.º 34; Conjuntura Econômica - FGV, Junho, 1984.

que a maioria deles pudesse crescer a taxas bem razoáveis no período 1976-79. Assim, é lícito supor que os mesmos, face ao aparente ajuste realizado após o segundo choque do petróleo (1979), possam voltar a crescer.

Este parece ser o caso dos Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, Canadá, Finlândia, Holanda, Noruega, Espanha e Suécia, que aumentaram sua taxa de crescimento em 1983. Com relação ao Japão, deve ser ressaltada a sua capacidade de vencer as crises, sendo a economia com maior taxa média de crescimento para o período 1980-83, sendo inclusive superior à sua média do período 1974-79 (3,78% contra 3,67%).

Todavia, indubitavelmente, o processo de recuperação das economias capitalistas dependerá, em grande medida, por um lado, do equacionamento pelos Estados Unidos de seu déficit fiscal hoje beirando os 200 bilhões de dólares e de seu déficit comercial que pode motivar fortes ondas protecionistas prejudicando o comércio internacional.

Por outro lado, o processo de renegociação das dívidas externas dos países do Terceiro Mundo também ditará se o sistema financeiro internacional seguirá funcionando normalmente ou se entrará em fases de instabilidade que podem se propagar para o funcionamento das diversas economias, do primeiro e do terceiro mundos.

Um outro aspecto que merece ser enfatizado é que também é lícito supor que, da mesma forma que no caso do Brasil cuja taxa de investimento como proporção do produto caiu de 25% em 1975 para algo em torno de 14% em 1983, o investimento nos países industrializados tenha declinado nos últimos anos, reduzindo a demanda por recursos financeiros por parte das empresas. Veremos, em seguida, como essa tendência esperada se reflete na emissão de ações e debêntures.

O Porte do Mercado de Debêntures

Analisaremos nesta seção a evolução do porte do mercado de debêntures — medido pela relação emissão de debêntures/PNB² — para os países da OCDE e para o Brasil, com relação às empresas não-financeiras e apenas para os países da OCDE também com relação às instituições financeiras.

Como vemos no Quadro 2, o processo de desaceleração no crescimento econômico mencionado anteriormente reflete-se inequivocamente na captação de recursos através de debêntures por parte das empresas não financeiras na maioria dos países industrializados. A média da relação emissão de debêntures/PNB cai de 0,86% no período 1970-73 para 0,77% no período 1974-79 e para 0,58% no período 1980-83.

²PNB significa Produto Nacional Bruto.

QUADRO 2
EMISSIONES DE DEBÊNTURES DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS
EM RELAÇÃO AO PRODUTO NACIONAL BRUTO DE VÁRIOS PAÍSES NO PERÍODO 1970-83
(Em Porcentagem)

Países	ANOS										MÉDIAS						
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1970/73	1974/79	1980/83
Alemanha	0,38	0,68	0,61	0,40	0,42	0,23	0,21	0,28	0,18	0,09	0,40	0,36	0,41	0,27	0,52	0,24	0,36
Bélgica	0,65	1,24	1,04	1,09	0,85	0,22	1,15	0,36	0,76	-	0,14	0,73	0,31	0,60	1,01	0,67	0,45
Brasil	0,04	0,00	-	0,03	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,03	0,10	0,70	0,70	0,30	0,02	0,02	0,45
Canadá	1,79	2,04	1,31	0,94	1,09	1,50	0,87	1,62	1,30	0,51	0,67	0,51	0,34	-	1,52	1,15	0,51
Áustria	0,35	0,40	0,68	0,61	0,61	0,91	0,40	0,43	0,35	0,13	-	0,17	0,41	0,64	0,51	0,47	0,41
Dinamarca	-	-	-	0,04	0,01	0,04	0,01	-	-	0,02	0,01	0,02	-	0,13	0,04	0,02	0,05
Espanha	2,53	1,95	2,24	1,88	1,77	1,96	2,13	1,92	-	1,06	1,23	1,23	1,49	1,16	2,15	1,77	1,28
EUA	2,64	2,36	1,42	1,22	1,76	2,23	1,77	1,36	1,34	1,07	1,60	1,16	1,27	1,56	1,91	1,59	1,40
França	1,00	1,47	1,45	1,47	0,96	1,87	0,51	0,54	0,45	0,56	0,52	0,40	0,84	-	1,35	0,81	0,59
Grécia	0,02	0,05	0,51	0,59	0,02	0,01	0,04	0,30	-	-	-	-	-	-	0,29	0,09	-
Luxemburgo	-	-	1,38	0,82	-	2,88	-	-	-	0,68	0,74	0,25	-	-	1,10	1,78	0,50
Noruega	0,61	0,60	0,65	0,76	0,88	0,30	0,44	0,30	0,06	0,07	0,74	1,05	0,42	0,29	0,66	0,34	0,63
Holanda	0,52	0,60	0,93	0,24	0,35	0,52	0,21	0,24	0,05	0,07	0,02	0,03	0,03	0,05	0,57	0,24	0,03
Reino Unido	0,39	0,04	0,08	0,02	0,02	0,04	0,09	0,02	0,02	0,04	0,04	0,02	0,01	0,05	0,13	0,04	0,03
Suécia	0,43	0,93	0,81	0,70	0,58	0,92	0,95	0,83	0,69	-	0,32	0,54	-	-	0,72	0,79	0,43
Suíça	1,17	2,21	1,72	1,40	1,37	2,25	1,92	1,65	2,61	2,06	1,05	0,99	1,13	2,59	1,63	1,98	1,44
Japão	1,53	1,98	1,59	2,85	2,34	3,13	2,53	2,53	2,61	2,47	2,12	2,42	2,64	2,82	1,99	2,60	2,50
Finlândia	0,37	0,09	0,29	0,38	0,03	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,28	0,03	-
Portugal	0,31	0,18	0,39	0,18	0,09	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,09	-
Médias Finais															0,86	0,77	0,58

Nota: (-) Não disponível.

Fonte dos Dados Brutos: OECD Financial Statistics, International Financial Statistics.

O porte do mercado de debêntures no Brasil, insignificante como proporção do produto até 1980 e substancialmente menor do que o da maioria dos países industrializados, cresceu bastante, particularmente nos anos de 1981 e 1982, quando atingiu 0,7% do PNB. Os fatores que motivaram esse crescimento prendem-se à pré-fixação, por parte do governo, das correções monetária e cambial em 1980, fato que estimulava enormemente a emissão de debêntures e ao contingenciamento do crédito e conseqüente elevação das taxas de juros, levando a um crescimento real do volume de debêntures em 1981 e fazendo-o ultrapassar em grande margem, pela primeira vez, o volume emitido de ações.

O crescimento do mercado de debêntures nos anos recentes no Brasil acarretou no aumento considerável do seu porte fazendo-o aproximar-se do porte do mercado de debêntures de alguns países industrializados e, considerando a média do período 1980-83, ele é maior do que o da Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda, Reino Unido e Suécia. De ressaltar que os dados referentes ao Japão são inteiramente compatíveis com sua taxa de crescimento econômico, onde as empresas não financeiras continuam a captar expressivos recursos para se financiarem.

O Quadro 3, por sua vez, apresenta a relação emissão de debêntures/PNB apenas para as instituições financeiras. Devido à inexistência de informações para o Brasil, somente é possível apresentar sua evolução para os países da OCDE³.

Segundo aquele Quadro fica patente que as instituições financeiras emitem volumes consideravelmente maiores de debêntures do que as empresas não financeiras para a maioria dos países daquela Organização.

Esse volume como proporção do produto é particularmente expressivo na Alemanha (9,53%), Bélgica (8,84%), Dinamarca (11,77%) e Japão (6,62%), considerando-se a média do período 1980-83.

O Porte do Mercado de Ações

A análise comparativa do porte do mercado de ações entre diversos países apresenta diversos problemas já levantados por Ness e Pereira em outro trabalho⁴, devido à inconsistência dos dados publicados sobre a matéria.

Alguns dados se relacionam aos aumentos de capital para todas as sociedades anônimas. Outros, consideram apenas uma amostra de empresas ou abrangem somente as ofertas públicas de ações. Finalmente, muitas vezes não

³ É importante ressaltar que os dados do Quadro 2, no caso do Brasil, consideram as emissões de todas as sociedades anônimas com registro no Banco Central e Comissão de Valores Mobiliários.

⁴ Veja Ness e Pereira (1978).

QUADRO 3
EMISSIONES DE DEBÊNTURES DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS
EM RELAÇÃO AO PRODUTO NACIONAL BRUTO DE VÁRIOS PAÍSES NO PERÍODO 1970-83
(Em Porcentagem)

Países	ANOS											MÉDIAS					
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1970/73	1974/79	1980/83
Alemanha	1,80	2,00	3,16	2,38	2,04	3,38	4,67	4,54	5,39	6,14	7,33	9,97	10,2	10,63	2,34	4,39	9,53
Áustria	1,86	2,08	2,53	1,99	2,21	3,10	3,21	3,71	4,02	6,87	4,55	3,37	3,68	5,26	2,12	3,85	4,22
Bélgica	3,89	4,15	3,03	3,58	4,12	3,68	5,43	8,57	5,54	6,83	9,59	7,61	9,71	8,46	3,66	5,70	8,84
Canadá	0,35	0,53	0,87	0,73	0,54	0,42	0,31	0,53	0,70	0,48	0,31	0,38	0,15	-	0,62	0,50	0,28
Dinamarca	10,38	9,63	13,14	14,79	15,93	15,28	14,66	13,14	13,57	13,97	12,49	9,53	9,88	13,19	11,99	14,43	11,27
Espanha	0,35	0,33	0,78	1,43	1,15	0,99	0,78	0,48	0,39	0,43	0,74	0,98	1,40	1,64	0,72	0,70	1,19
EUA	0,40	0,62	0,74	0,44	0,44	0,41	0,56	0,56	0,44	0,43	0,48	0,46	0,75	0,79	0,55	0,47	0,47
Finlândia	0,46	0,64	0,73	0,58	0,23	0,20	0,18	0,24	0,22	0,38	0,26	0,22	0,26	0,27	0,6	0,24	0,25
França	0,81	0,80	0,75	0,84	0,69	0,90	1,26	1,21	1,09	1,05	1,90	2,11	2,17	-	0,8	1,03	2,06
Grécia	-	-	-	-	-	0,03	0,00	0,31	0,38	0,41	1,78	0,83	1,17	1,89	-	0,28	1,17
Holanda	0,43	0,39	0,20	0,41	0,36	0,48	0,33	0,80	0,82	0,84	0,89	0,58	0,64	0,63	0,36	0,61	0,69
Japão	4,18	4,99	5,52	4,84	4,64	5,30	5,79	6,01	5,89	5,90	6,29	6,04	6,78	7,35	4,88	5,59	6,62
Luxemburgo	-	-	-	0,54	-	0,48	-	-	-	0,32	0,59	1,15	-	-	0,54	0,40	0,87
Noruega	1,65	1,81	1,98	1,90	1,95	3,34	3,52	3,91	1,66	1,95	3,12	3,32	2,65	2,43	1,84	2,72	2,88
Portugal	-	-	-	0,07	0,06	-	-	-	0,12	0,01	-	-	-	-	0,07	0,09	-
Reino Unido	0,06	0,07	0,02	0,03	0,02	0,08	0,00	0,04	-	0,00	-	-	0,02	0,05	0,05	0,04	0,04
Suécia	-	4,66	3,92	4,29	5,23	4,56	3,85	3,90	4,23	3,56	3,48	4,77	-	-	4,29	4,22	4,13
Suíça	1,69	0,79	1,03	0,74	0,89	0,90	1,02	1,58	2,23	2,36	3,02	2,1	2,39	2,25	1,06	1,50	2,44
Médias Finais	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,03	2,60	3,16

Nota: (-) Não disponível.

Fonte de Dados Brutos: OECD Financial Statistics, International Financial Statistics.

se sabe se os aumentos de capital consideram as bonificações e as fusões de empresas.

Neste trabalho, seguimos a classificação dada por Ness e Pereira⁵ e apresentamos comparações entre países tanto para aumentos de capital via subscrição de todas as sociedades anônimas, quanto para aumentos de capital por subscrição de todas as ofertas públicas de empresas registradas em Bolsa.

A contribuição do mercado de ações na capitalização das empresas aparentemente vem perdendo importância, tanto no Brasil, quanto nos países industrializados. De acordo com o Quadro 4, a média da relação emissão de ações/PNB, que representava 1,5% no período 1970-73, cai para 1,01% no período 1974-79 e para 0,89% no período 1980-83.

Estes dados são compatíveis com os do Quadro 1, que indicava redução significativa no crescimento econômico nos últimos anos, tanto para o Brasil quanto para os países da OCDE, com conseqüente redução na demanda por recursos financeiros.

O tamanho do mercado de ações brasileiro, ainda que possam ser feitas ressalvas devido à inconsistência dos dados, tanto no sentido amplo, isto é, considerando todas as sociedades anônimas, quanto no sentido restrito, ou seja, considerando apenas as ofertas públicas, pode ser considerado grande, mesmo comparado com o mercado acionário dos países desenvolvidos⁶.

Como se vê pelo Quadro 4, considerando-se todas as sociedades anônimas, a média do mercado acionário brasileiro para os três períodos (4,75%, 2,41% e 1,52%) é superior à média da maioria dos países industrializados, ainda que expresse considerável redução nos anos recentes. Um ponto a ressaltar é a atipicidade do resultado do ano de 1971 (6,6%), quando as empresas se aproveitaram do clima de especulação das Bolsas para se capitalizarem. Mesmo considerando apenas as ofertas públicas, o percentual alcançado de 1,1% jamais voltou a ser alcançado, notando-se, portanto, uma queda considerável do uso do mercado primário via colocações públicas com proporção do produto.

De ressaltar ainda a participação do mercado de ações nas economias da Bélgica, Dinamarca, Estados Unidos (ainda que considerando apenas as ofertas públicas), França (também apenas as ofertas públicas), Suécia e Finlândia.

Os dados do Quadro 4, por outro lado, mostram que para a maioria dos países industrializados a importância do mercado de debêntures em relação ao produto é substancialmente maior, se incluídas as emissões das instituições financeiras, indicando que as empresas, de uma forma geral, preferem se capitalizar ou através de seu auto-financiamento, ou, então, utilizando capitais de

⁵ Op. cit.

⁶ Veja Ness e Pereira, Op. cit., para maiores informações.

QUADRO 4
EMISSIONES DE AÇÕES VERSUS PNB
(Em Porcentagem)

Países	ANOS												MÉDIAS				
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1970/73	1974/79	1980/83
Alemanha ¹	0,52	0,62	0,50	0,39	0,36	0,58	0,54	0,20	0,43	0,39	0,47	0,36	0,37	0,43	0,53	0,42	0,41
Bélgica ¹	1,68	1,45	1,75	1,53	1,25	1,20	0,83	2,06	1,49	1,28	1,37	1,53	-	-	1,6	1,35	1,45
Brasil ²	0,20	1,10	0,20	0,20	0,10	0,10	0,10	0,10	0,20	0,03	0,30	0,10	0,20	0,10	0,43	0,11	0,18
Canadá ¹	0,44	0,40	0,68	0,53	0,52	0,79	0,70	1,56	2,96	1,79	2,10	2,47	1,28	-	0,51	1,39	1,95
Áustria ¹	1,82	0,32	0,51	0,63	0,36	0,49	0,52	0,46	0,37	0,20	0,36	-	-	-	0,82	0,40	0,36
Dinamarca ¹	1,75	1,85	1,19	3,22	1,58	-	-	-	-	-	2,66	-	-	-	2,00	1,58	2,66
Espanha ¹	2,76	2,55	2,68	3,29	3,54	2,42	2,09	1,08	1,07	1,03	0,96	0,95	0,91	0,97	2,82	1,87	0,95
EUA ²	0,87	1,21	1,10	0,84	0,44	0,70	0,65	0,59	0,50	0,51	0,86	0,92	1,09	1,91	1,01	0,57	1,20
Frância ²	1,10	0,91	0,94	0,93	0,83	0,67	0,56	0,59	0,67	0,59	0,76	1,00	0,94	-	0,97	0,65	0,90
Grécia ²	0,14	0,12	0,87	0,38	0,19	0,20	0,74	0,13	0,24	0,30	0,40	0,05	0,04	0,05	0,38	0,30	0,14
Luxemburgo ¹	-	0,02	-	1,20	2,50	0,34	0,80	0,02	0,03	0,30	0,25	0,19	-	-	0,61	0,67	0,22
Noruega ¹	0,81	0,83	0,83	1,53	0,69	1,00	0,82	0,87	0,83	0,74	1,00	0,63	0,68	0,81	1,00	0,83	0,78
Holanda ¹	0,18	0,11	0,05	0,10	0,05	0,24	0,06	0,17	0,21	0,14	0,11	0,12	0,03	0,27	0,11	0,15	0,13
Reino Unido ²	0,16	0,43	1,08	0,19	0,14	1,22	0,84	0,65	0,58	0,50	0,43	0,75	0,39	0,81	0,47	0,66	0,60
Suécia ¹	0,32	0,40	0,46	0,34	0,66	0,91	1,19	0,57	0,36	0,79	0,85	1,21	1,49	1,91	0,38	0,75	1,37
Suíça ¹	2,67	2,84	2,61	2,17	2,16	1,86	2,17	1,80	1,64	0,82	1,28	1,07	0,27	0,49	2,57	1,74	0,78
Japão ¹	1,50	1,18	1,55	1,28	0,69	0,90	0,66	0,74	0,64	0,66	0,65	0,96	0,81	0,54	1,38	0,72	0,74
Finlândia ¹	3,03	3,93	3,71	4,27	3,61	3,38	2,68	2,66	2,15	1,67	1,41	1,23	1,47	1,34	3,74	2,69	1,36
Portugal ¹	2,25	3,32	5,33	4,86	2,56	0,90	0,96	0,70	0,33	0,73	-	-	-	-	3,94	1,03	-
Brasil	3,50	6,60	4,50	4,40	3,40	3,60	2,40	2,00	2,00	1,10	1,40	1,30	1,50	1,90	4,75	2,41	1,52
Médias Finais															1,50	1,01	0,89

Notas: (1) Subscrição de todas as Sociedades Anônimas; (2) Emissão por oferta pública; (-) Não disponível.
Fonte de Dados Brutos: OECD Financial Statistics, International Financial Statistics, Conjuntura Econômica, vários números.

empréstimo, sendo o mercado de ações — ainda que de forma importante — um instrumento complementar às outras fontes⁷.

Segundo Rodrigues⁸, a estrutura de capital de um grupo de empresas não financeiras brasileiras indicava que no período 1978–82 as empresas privadas utilizaram, em média, 63% de recursos próprios, 25% de recursos de terceiros, 10% de contribuição dos acionistas e 2% de outras fontes. As empresas estatais utilizaram 44% de recursos próprios, 40% de recursos de terceiros, 10% de contribuições de acionistas (inclusive o Tesouro) e 6% de outras fontes.

Finalmente, a estrutura de capital das empresas estrangeiras indicava o uso de 80% de recursos próprios, 11% de recursos de terceiros, 8% de contribuições dos acionistas e 1% de outras fontes.

No caso do Brasil, contudo, é inequívoco que todo o esforço das autoridades econômicas brasileiras nos últimos anos no sentido de dotar o país de um mercado acionário pujante foi coroado de pleno êxito se considerarmos que o mesmo está hoje dotado de um arcabouço legal e operacional desenvolvido e que cumpre, segundo padrões internacionais, sua tarefa de capitalizar as empresas, ainda que, ao longo desse percurso, algumas distorções tenham sido geradas.

Conclusões

Acompanhando a tendência do comportamento global de suas economias, de redução nas taxas de crescimento a partir do primeiro choque do petróleo, as empresas da maioria dos países industrializados capitalistas reduziram o volume de captação de recursos via emissão de ações e de debêntures.

No caso do Brasil, se houve crescimento relativo do mercado de debêntures a partir de 1980, o mercado de ações acompanhou a tendência dos países da OCDE. Este fato, todavia, não invalida o desempenho destes mercados nos últimos anos, sendo que o mercado acionário brasileiro encontra-se em patamares superiores àqueles apresentados pela maioria dos países industrializados, como proporção do produto, podendo-se concluir que o mesmo coloca-se entre os maiores do mundo, tanto quando consideramos todas as sociedades anônimas, quanto se levamos em conta apenas as ofertas públicas.

⁷ Para uma análise abrangente da estrutura de capital das empresas abertas não financeiras do Brasil, veja Rodrigues (1984).

⁸ *Op. cit.*

Bibliografia

- Conjuntura Econômica*, FGV. Vários números.
International Financial Statistics. Vários números.
 NESS, Walter Lee e PEREIRA, Reginaldo Ferreira. "O mercado primário de ações no Brasil". IBMEC, 1978. Mimeo.
OECD Financial Statistics. Vários números.
 PEREIRA, Reginaldo Ferreira. "O mercado de debêntures no Brasil". IBMEC, 1980. Mimeo.
 RODRIGUES, Domingos de Gouveia. "Empresas não financeiras no Brasil: evolução e desempenho no período 1975–82". Tese de mestrado, PUC–RJ, 1984. Mimeo.

A Crise do Mercado Paralelo de Letras: Causas e Conseqüências sobre Reforma Financeira de 1964-66

Júlio Sérgio Gomes de Almeida*

O artigo trata do mercado paralelo de letras no Brasil. Analisa seu surgimento na entrada dos anos 60, sua expansão e crise em meados da década. Procura ainda apontar as conseqüências da liquidação do mercado paralelo decorrente da reforma financeira que vinha sendo empreendida pelo governo.

This article describes the performance of an informal market of bills, during the sixties. Since a financial reform was being implemented in this period, the study also points out the main causes of a substantial reduction in the size of this market.

Mercados paralelos de vários tipos — de câmbio, de dinheiro, de títulos surgem, desaparecem, ressurgem novamente de tempos em tempos. Deles, quase que por definição, não se dispõe de cobertura estatística ou de qualquer outro tipo de informação oficial, sendo que em alguns casos (os mercados paralelos de dinheiro constituem exemplos frisantes), nem mesmo na imprensa especializada — uma das únicas fontes disponíveis — encontram-se notícias sobre eles. Assim, dificilmente se conhece ao certo dados tão indispensáveis quanto o volume de operações destes mercados, as características quanto aos prazos dos negócios, taxas das operações, clientes e aplicadores típicos etc. A carência de informações, portanto, pode chegar a ser absoluta, dificultando enormemente os estudos que visam elucidar, para cada momento específico, causas e conseqüências do surgimento, da evolução e da desativação destes mercados. Em grande parte devido a isto, são raros os estudos que, seja ao nível empírico, seja ao nível analítico, cubram em profundidade o tema¹.

¹ Não é de meu conhecimento estudos sobre os mercados paralelos no Brasil no período que será coberto por este artigo (primeira metade dos 60), com a exceção de uma rápida abordagem sobre o mercado paralelo de letras e o mercado negro de divisas encontrada no documento *Política Monetária e Mercado de Capitais* (Rio de Janeiro, Miniplan, t. 2, v. 2, 1967 — Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social. O Prof. R. Dornbush vem coordenando pesquisas sobre o mercado paralelo de dólar no Brasil, mas para um período recente. Ver R. Dornbusch, D. Valente Dantas, C. Pechman, R. Rezende Rocha e D. Simões, "O Mercado Negro de Dólares no Brasil". *Revista Brasileira de Economia*, v. 36, n.º 1, Jan./Mar. 1982.

*Da FEA e do IEI, UFRJ.

O presente artigo trata de um desses mercados, o mercado paralelo de letras, que alcançou grande movimentação na primeira metade da década de 60. Tem duplo objetivo: estudar as condições externas e internas do mercado, que o moveram ora na direção da expansão, ora na de retração e apontar as consequências de sua crise final para o desenvolvimento de determinados segmentos de sistema financeiro na segunda metade dos anos 60. Como se procurará mostrar, os rumos da Reforma Financeira de 1964/66 tiveram condicionantes importantes na crise do mercado paralelo.

2. Origem do Mercado Paralelo

Vários estudos sobre o sistema financeiro brasileiro apontam a sua inadequação relativamente às profundas mudanças, pelas quais passou a economia brasileira desde pelo menos os anos 50², situação esta apenas revertida a partir das reformas financeiras empreendidas no período 1964/66.

Em tal inadequação, mas também nos efeitos da crise econômica que se desencadeia a partir de 1961, encontram-se as raízes do surgimento do mercado paralelo de letras. Vejamos, pois, sucintamente, nesta seção, os pontos que marcaram aquela "inadequação", bem como de que modo a crise econômica agravou os problemas de financiamento das empresas, dando lugar ao paralelo. Nas seções seguintes, trataremos da natureza e da "dinâmica interna" deste mercado, que o conduziu a um auge mas também logo a seguir, a uma profunda crise que virtualmente o exterminou. Encerram o artigo observações acerca das repercussões desta crise final sobre o mercado financeiro institucionalizado.

O ponto de partida da inadequação financeira pode ser colocado no marco da industrialização brasileira dos anos 50. Como observou Tavares, a diversificação processada na estrutura industrial com a implantação de setores produtores de meios de produção e de bens de consumo duráveis "pesados" teve "um significado múltiplo para o problema do financiamento (das empresas), ensejando uma substancial elevação da demanda por recursos financeiros de curto, médio e longo prazos"³. Ademais, com a industrialização, colocava-se paralela-

² Isto é apontado, explícita ou implicitamente, por autores tão diferentes quanto à abordagem que deram ao assunto quanto Tavares e Simonsen. Ver de Maria da Conceição Tavares os ensaios "Notas sobre o Problema do Financiamento numa Economia em Desenvolvimento" e "Natureza e Contrações do Desenvolvimento Financeiro Recente", reunidos no livro *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro, Zahar, 1973. De Mário Henrique Simonsen, *O Mercado Brasileiro de Capitais*. Rio de Janeiro, IPEA (Documentos IPEA nº 2), 1965 e *Situação Monetária Creditícia e do Mercado de Capitais: Diagnóstico Preliminar para o Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social*. Rio de Janeiro, IPEA, 1966.

³ A autora relaciona três fatores responsáveis por isso: "— a extensão e a interiorização do processo produtivo: a introdução de uma série de elos entre a produção primária e os bens finais implica o aumento do coeficiente de requisitos financeiros internos por unidade de produto global, em particular por unidade de valor agregado para a indústria, o setor que mais ampliou suas etapas de produção". "— a intensificação de capital: (...) mesmo quando não haja aumentado a taxa global de formação de capital fixo na indústria, a mudança

mente um novo problema no que diz respeito às relações entre empresas e sistema financeiro: a estrutura de capital, particularmente das empresas líderes daquele processo (grandes empresas oligopolistas, nacionais e estrangeiras) era inteiramente distinto da estrutura pré-existente.

No que diz respeito às novas necessidades de capital de empréstimo, a inadequação do sistema de crédito fica patente observando-se a manutenção do largo predomínio entre as instituições financeiras do sistema bancário tradicional, operando fundamentalmente (e crescentemente) no curto prazo e, ainda mais, demonstrando relativamente pouca capacidade de expandir o crédito⁴.

É certo que, ante este quadro, algumas modificações começaram a despontar, antecipando em certos casos as reformas do período 1964/66. Como exemplo frisante, poderíamos citar a articulação por parte de empresas do comércio e da indústria (principalmente do ramo de bens duráveis) de seções de financiamento de vendas a prazo no interior das próprias empresas, bem como a organização por parte destas mesmas empresas, além de bancos e empresários "independentes", de companhias de crédito e financiamento (as financeiras). Estas operavam a prazos mais dilatados do que os bancos comerciais, com base em recursos mobilizados principalmente pelas de "letras de câmbio" vendidas com deságio (um precursor da correção monetária)⁵. As financeiras experimentaram um crescimento bastante acentuado na segunda metade dos anos 50 e mais ainda no início dos 60. Por essa época entraram em operação diversos projetos industriais antes em fase de implantação, intensificando, como consequência, a demanda de crédito para o financiamento de vendas, a fim de ocupar a capacidade instalada⁶. Contudo, e a despeito desta expansão, foi pequena a participação relativa dos empréstimos concedidos pelas financeiras ao longo de todo o período, em confronto com as então principais instituições fornecedoras de crédito às empresas: os bancos comerciais. A proporção empréstimos das financeiras por aceite cambial / empréstimos do sistema bancário ao setor privado (saldos de fins de ano) alcançou apenas 0,3% em 1959, 1,1% em 1960 e 1,5% em 1961⁷. Vale dizer, a diversificação processada no sistema financeiro

da composição dos investimentos com a concentração em setores de maior intensidade de capital, maior escala e longo prazo de maturação obrigam a vultosas imobilizações financeiras, pressionando a demanda de recursos de longo prazo". "— o aumento do coeficiente de 'acionalização' da indústria: em termos reais, tem sua contrapartida financeira, do ponto de vista do financiamento corrente, no aumento dos custos relativos de certos insumos e equipamentos antes importados e na perda automática de *supply credits*." Maria da Conceição Tavares, *Notas Sobre o Problema*. . . , op. cit., p. 136-37.

⁴ As exceções ficam por conta da agência estatal BNDE, que concedia empréstimos a longo prazo e de algumas linhas de crédito a prazos mais dilatados do Banco do Brasil, também estatal.

⁵ O surgimento e a evolução das financeiras até os anos 60 são tratados com maiores detalhes em Júlio Sérgio Gomes de Almeida. *As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais — O Descaminho do Projeto Liberal*. Campinas, UNICAMP, 1980, mimeo, Cap. I.

⁶ Ver Maria da Conceição Tavares, *Notas sobre o Problema*. . . op. cit., p. 132.

⁷ Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica. *Política Monetária e Mercado de Capitais*, op. cit., p. 65.

foi não apenas extremamente limitada no que diz respeito às instituições dele participantes, restrita que ficou ao surgimento das financeiras. Também o foi no que tange à expansão do volume de recursos disponível para empréstimos a prazos mais longos do que os concedidos pelos bancos comerciais, como exigiam as novas condições impostas pelo processo de industrialização⁸.

Do outro lado, tampouco o sistema financeiro demonstrou qualquer mudança significativa. A prévia mobilização e centralização de capital indispensável ao "salto" da industrialização se deu ao largo do sistema financeiro. Também este não desenvolveu instrumentos adequados à valorização financeira de excedentes de capital-dinheiro, os quais se avolumavam à medida em que aumentava o grau de monopolização da economia e se tornava mais complexa a estrutura industrial.

Quando estala a crise, em 1962, torna-se flagrante o descompasso entre os requerimentos da nova base produtiva e da estrutura do capital, de um lado, e o sistema financeiro, de outro. O problema de financiamento das empresas se agrava na crise. Dada a restrição que se impõe na capacidade de autofinanciamento e a necessidade de reciclagem das dívidas de curto prazo contraídas pelas empresas junto ao sistema bancário durante o auge e que em muitos casos financiou (mediante renovações sucessivas de crédito) a acumulação de capital, eleva-se a demanda por empréstimos a curto prazo. Dados, por outro lado, os problemas de realização de enorme potencial de capacidade produtiva, particularmente nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis, renova-se ampliadamente o problema da expansão dos recursos disponíveis no sistema financeiro para créditos a prazos médio e longo, destinados a financiar o consumidor. Eleva-se, pois, a demanda de crédito de curto, médio e longo prazos.

É sabida a reação do sistema bancário comercial e este estado de coisas: moveu para cima as taxas nominais de juros dos empréstimos e encurtou os prazos das operações⁹, agravando ainda mais os problemas de financiamento referidos acima. Talvez mais grave ainda, a esta altura tornara-se claro que se esgotaram as possibilidades de expansão dos empréstimos bancários com base na multiplicação espetacular da rede de agências bancárias, método este que revelara muito êxito durante os anos 50. Em consequência, os empréstimos dos bancos declinaram sensivelmente em termos reais, a ponto, por exemplo, do

⁸ A partir dessas observações, sobressai a face estrutural da problemática do financiamento em relação ao conjuntural (restrições do crédito, via de regra provocadas pela política econômica de estabilização — exemplos de 1963, 1965 e fins de 1966 / início de 1967) como fator explicativo dos problemas de realização dinâmica que se apresentaram aos setores produtores de bens duráveis de consumo na entrada dos 60. Para uma interpretação que privilegia a face "conjuntural", ver John Wells, *Growth and Fluctuation in the Brazilian Manufacturing Sector During the 1960's and Early 1970's*. Cambridge, Tese Doutoral, 1977.

⁹ Para as informações básicas, ver Leif. E. Christffersen, "Taxas de Juros e a Estrutura de um Sistema de Bancos Comerciais em Condições Inflacionárias", *Revista Brasileira de Economia*, 26 (2): 5-34, Abr./Jun. 1969 e Mario Henrique Simonsen, *O Mercado*... , op. cit.

saldo correspondente a fins de 1964 situar-se abaixo do nível relativo a 1951¹⁰. Parte da demanda de crédito não atendida pelo sistema bancário comercial nestas condições dirigiu-se às demais fontes institucionalizadas então existentes, vale dizer, praticamente às financeiras. Estas contavam com instrumento de mobilização financeira mais ágil, pois ofereciam rentabilidade antecipada aos aplicadores, cobrindo ao menos parte da desvalorização do dinheiro. Daí a notável evolução das operações de aceite cambial após 1961: a proporção empréstimos das financeiras / empréstimos bancários ao setor privado passou dos percentuais mencionados há pouco para 3,5% em 1962, 3,8% no ano seguinte e 6,6% em 1964¹¹. A propósito, cabe frisar que nesta nova etapa de sua evolução, as financeiras se distanciaram parcialmente do campo operacional que até então lhes era próprio, qual seja, o refinanciamento das vendas a prazo, particularmente de bens duráveis de consumo¹². De certo modo, reagiram como os bancos: moveram para cima as taxas de juros (as de captação e, em maior escala, as de aplicação) e encurtaram os prazos de aceitação (mantendo-os todavia superiores aos dos empréstimos bancários). Mas demonstraram relativamente aos bancos maior capacidade de expandir o crédito. Enfim, "transformaram-se numa espécie de linha complementar dos bancos comerciais"¹³. Note-se, contudo, que suas operações, embora em rápida progressão, eram ainda modestas no confronto com as operações dos bancos comerciais nesses primeiros anos de crise.

A negociação com letras diretas — o mercado paralelo — ganha corpo no mesmo momento em que se dinamizam as transações por aceite cambial das financeiras, e pelas mesmas razões: no segundo semestre de 1962, quando se exacerbam as pressões inflacionárias — um dos primeiros e mais claros sintomas da crise — e agudiza-se a "escassez de crédito"¹⁴. Neste mercado, negociavam-se duplicatas ou simplesmente notas promissórias assinadas por dirigentes de empresas e aceitas por outras empresas ou pessoas (geralmente ligadas ao mercado financeiro) sem autorização oficial para operar no aceite de letras e na concessão de crédito¹⁵. Além deste aspecto legal, os negócios com letras diretas diferenciavam-se das letras de câmbio das financeiras em mais dois outros pontos: primeiro, as taxas de juros no paralelo, tanto as pagas aos aplicadores

¹⁰ Ver a série de empréstimos bancários reais apresentada em Mario Henrique Simonsen, *Situação Monetária*... , op. cit., p. 84.

¹¹ Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, *op. cit.*, p. 65.

¹² Uma importante medida tomada no âmbito das reformas financeiras foi exatamente a recondução das operações de aceitação ao financiamento de vendas de bens duráveis. Isto se deu com a criação do crédito direto ao consumidor (ver adiante, item 5).

¹³ Mario Henrique Simonsen, "O Sistema Bancário Brasileiro", in: Eugênio Gudin, *Princípios de Economia Monetária*. Rio de Janeiro, Agir, 1976, v. 1, p. 279-301, p. 296.

¹⁴ Ver a respeito o retrospecto do ano de 1962 do Apecão, Apec, *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, mai. 1963, p. 51-2.

¹⁵ Desde fins de 1959 uma Portaria do Ministério da Fazenda (de nº 309) regulamentava as operações de aceitação e fixava diversas condições para a atuação das Companhias de Crédito e Financiamento (como capital mínimo, prazos das operações, limite de operações em função do capital etc.), que obviamente não eram respeitadas no paralelo.

(compradores de letras diretas), quanto as cobradas às empresas, situavam-se bem acima das taxas em vigor no mercado legal¹⁶. Segundo, as garantias reais exigidas em financiamentos no paralelo eram bem menos rígidas, senão inexistentes, se comparados com as garantias que normalmente acompanhavam uma operação de crédito mediante aceite cambial¹⁷. Isso facilitava o acesso ao mercado das empresas mais debilitadas financeiramente pela crise e sobre as quais recaíam os maiores ônus da “escassez de crédito” no mercado institucionalizado. Serão estas empresas, em geral pequenas e médias, mas algumas grandes também, que habitarão o paralelo.

Com o surgimento da letra de câmbio e, posteriormente, das letras diretas, abrem-se no sistema financeiro duas frentes embrionárias de valorização no circuito financeiro dos excedentes de capital-dinheiro, que brotavam em maior volume à medida em que se aprofundava a crise e se retraíam as oportunidades de inversões produtivas¹⁸. Nem uma nem outra forma de aplicação, nem ainda as duas consideradas em conjunto, todavia, preenchiam plenamente esta outra lacuna no sistema financeiro (a da valorização financeira), que igualmente tornara-se mais explicitada quando da passagem à fase declinante do ciclo. A letra de câmbio, por questões de prazos (relativamente longos, em torno de 180 dias), rentabilidade (que, embora nominalmente ultrapassasse o limite da lei — 12% a.a. —, em termos reais, com a escalada da inflação, não raro revelava-se negativa) e mesmo pelas limitações de sua emissão, colada como estava à concretização de transações reais (vendas a prazo); as aplicações no paralelo, pelo alto risco que envolviam. Remessas para o exterior, operações de *take over*, especulação com mercadorias, estoques, imóveis, terras, moeda estrangeira, “operações triangulares” etc., certamente constituíam as formas principais de aplicação do capital sobrando em busca de valorização e de proteção contra a inflação. Mas, pensando em termos de composição de carteira, talvez as duas formas de aplicação encontrem lugar, a despeito dos inconvenientes apontados. Pelas seguintes razões: a letra de câmbio, pela relativa segurança de aplicação e pelo conhecimento prévio do rendimento nominal da aplicação (garantido pelo mecanismo de deságio); a aquisição de letras diretas, pela elevada rentabilidade

¹⁶ Cf. Apec. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, mai. 1963, p. 52.

¹⁷ Numa operação normal de empréstimo mediante aceite cambial eram exigidas garantias reais consideradas por alguns comentadores até mesmo como excessivas. Exigiam-se títulos representativos de dívidas de terceiros para com a empresa tomadora do empréstimo (duplicatas ou notas promissórias), além de notas promissórias de emissão do próprio tomador ou contratos de penhor mercantil, que permaneciam em poder das financeiras até resgate do empréstimo. É evidente que neste esquema de garantias não estava excluída a possibilidade de fraude (a emissão de “duplicatas frias” era a fórmula mais usual), porém isto em geral envolvia a conivência da própria financeira. Para uma descrição do sistema de garantias, bem como da mecânica de um empréstimo por aceite cambial, consultar Mario Henriques Simonsen, *Situação Monetária*. . . , op. cit., p. 146-49.

¹⁸ Não demos ênfase à especulação com ações (que efetivamente aconteceu no início dos 60) em razão de seu volume, reduzido frente as formas que vimos considerando, e às aplicações em letras de importação, relevantes apenas durante um curto período (após 1964 suas emissões foram rapidamente desativadas). Cabe assinalar ainda que o mercado de títulos públicos era àquela altura inexpressivo).

(nominal e real). Pelas (poucas) informações disponíveis ambas as formas de aplicação compunham, principalmente, carteiras de pequenos investidores¹⁹, participando apenas marginalmente (se tanto) de carteiras de grandes investidores com cacife para efetuar operações especulativas de maior rentabilidade esperada.

Enfim, o paralelo nasce em consequência dos graves problemas de financiamento que inúmeras empresas passam a enfrentar quando a economia passa à fase declinante do ciclo, em condições de “escassez de crédito” no mercado institucionalizado. Municia-o de recursos, pequenos investidores ou frações marginais de grandes carteiras, atraídos pela alta rentabilidade (mas em condições de elevado risco) e premidos ante o estreito leque de opções financeiras.

3. A Dinâmica do Mercado Paralelo

Existem razões para crer que as condições que deram origem ao mercado paralelo não somente perduraram, mas foram intensificadas no imediato pós-1964, quando se dá início a uma nova orientação na política econômica. Isto, devido ao rigoroso controle sobre a expansão da moeda e do crédito bancário que se procurou implantar a partir daquela data, em nome do combate à inflação. Como é sabido, nem sempre o governo pôde cumprir à risca este propósito de política econômica, mas há de se frisar que em paralelo à sua espartilhada política monetário-creditícia restritiva, o governo cumpriu plenamente um outro objetivo seu, que veio, aliado ao anterior, a repercutir seriamente sobre as empresas mais combatidas pela crise e que eram as clientes típicas do paralelo. Estamos nos referindo à política de “desestatização do crédito”, levada a cabo com particular rigor nos anos de 1964 e 1965. Para se ter uma idéia, basta lembrar que entre fins de 1963 e fins de 1965 a participação das instituições públicas no total dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro ao setor privado declinou de 57,5 para 50,2%. Com relação ao Banco do Brasil — alvo principal da “desestatização” — a queda foi relativamente ainda mais acentuada: de 33,3 para 27,6%²⁰. Ora, isto significava restringir em plena crise e em situação de retração real dos empréstimos do sistema financeiro, linhas de crédito a custos menores (particularmente no que diz respeito às operações do Banco do Brasil), cruciais para o equilíbrio financeiro das empresas, principalmente para aquelas já mais debilitadas pela crise e, agora, pela própria política econômica global que se mostrava restritiva.

¹⁹ Talvez seja neste sentido que alguns autores vincularam a compra de letras de câmbio ao agregado “famílias”; “A criação das Financeiras apoiou-se basicamente em recursos oriundos dos bancos comerciais. Porém emite-se que a compra de letras de câmbio apoia-se amplamente nas famílias.” (Roberto R. Gambôa. *Desenvolvimento Financeiro Recente e Fontes Externas das Empresas*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1971. Mimeo. p. 34).

²⁰ Outra agência pública que sofreu forte retração foi o BNDE: de 6,5% para 3,9% no mesmo período. Fonte dos dados: Banco Central do Brasil. *Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado (Não Financeiro) — Por Emprestadores Finais*. Boletim do Banco Central do Brasil, 12 (12): 2-9, dez. 76, p. 4-5.

Há uma possível contraposição a estas observações: a que lembra que em simultâneo às medidas de contenção, vinha a política econômica promovendo ampla diversificação dos instrumentos de mobilização financeira (com base, via de regra, na introdução da correção monetária) e das fontes de crédito não bancário, no bojo de uma ampla reformulação financeira. Com relação a isto, no entanto, lembramos que tal reformulação somente colheu resultados após 1966, na administração seguinte portanto, de maneira que as possibilidades de obtenção ficariam, ainda, por um considerável período de tempo, restritas às fontes tradicionais, como bancos comerciais e financeiras²¹. As operações destas instituições, a propósito, como não estavam sujeitas às limitações de liquidez monetária promovida pelo governo, foram favorecidas. Mas uma grande parcela da demanda promovida pelo governo, foram favorecidas. Mas uma grande parcela da demanda de crédito, cujo atendimento agora via-se adicionalmente dificultado pela contenção monetária e creditícia e pela “desestatização do crédito”, dirigiu-se ao paralelo onde as exigências de garantias reais e de demonstrativos de solidez econômico-financeira das empresas eram mais frouxos do que no mercado institucionalizado. Aí também havia recursos, embora a custos muito altos. Vale dizer, mais do que nunca, nesses anos de vigência da política econômica do PAEG (1964/66), houve espaço para o mercado paralelo crescer.

Como nas operações de aceitação das financeiras, as do paralelo não se viam restringidas pelas medidas de contenção do governo. Muito pelo contrário. A contenção da liquidez monetária acentuava a necessidade das empresas mais debilitadas recorrerem ao paralelo, pois eram estas as que mais sofriam com a política restritiva. O mercado paralelo as absorvia e, a pretexto do alto risco implícito nas operações, bem como da ilegalidade dos negócios, cobrava juros elevadíssimos nos empréstimos. As altas taxas de juros, por sua vez, atraíam maior volume de dinheiro ao paralelo, fechando-se o círculo.

Cremos ter sido esta a “dinâmica” de evolução do mercado paralelo, especialmente após 1964: expandia-se com base na demanda de crédito exercida por empresas em delicada situação financeira às quais os aprofundamentos da crise, a aceleração inflacionária e a política de estabilização do governo atingiam em cheio e que, face aos compromissos assumidos no esforço de acumulação ao longo da etapa anterior do ciclo — impossíveis de serem saldados nestas condições —, dependiam do paralelo para sobreviver. Nele, esta dependência se ampliava, em virtude das taxas impostas nos empréstimos, resultando no aumento dos custos financeiros e no endividamento crescente das empresas. A elevação dos custos financeiros, bem como o aumento do grau de

²¹ Juntos, bancos e financeiras participavam no total dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado em 89,6% em 1963 e 91,6% em 1964 e 1965. Somente a partir de 1966 esse percentual começa a decrescer: 86,5% em 1966, 83,8% em 1967. Em 1970 já havia baixado para 68,1%. Deve ser observado que a restrição das fontes de crédito não valia para as filiais de empresas estrangeiras que sempre contaram com opções mais amplas, pois poderiam lançar mão de recursos externos, ou fornecidos pela matriz (Lei nº 4.131), ou captados nos mercados financeiros internacionais (o que fora altamente incentivado desde 1965 pela Instrução nº 289 da extinta SUMOC).

endividamento, eram seguidos por riscos crescentes nas novas operações efetuadas no mercado, mas o paralelo “resolvia” a seu jeito o problema, impondo taxas de juros ainda mais altas²². Como se pode notar, tratava-se de uma “dinâmica” que se assemelha à do capital usurário, aquele que tanto enriquece o capitalista dono do dinheiro, quanto arruína o produtor que a ele recorre.

As observações acima quanto à natureza do paralelo auxiliam no tratamento de uma questão relevante e também polêmica, a qual diz respeito às dimensões assumidas pelo mercado paralelo durante o seu apogeu, no primeiro semestre de 1965. Em se tratando de operações não regulamentadas, inexistem estatísticas oficiais que permitam aferir o seu tamanho. O que se encontra são estimativas com base em dados não oficiais, muito precárias e, por isso mesmo, contraditórias entre si. Assim, por exemplo, o bem informado “Apecão” avaliava o volume de negócios no paralelo como “equivalente ou maior ao de letras de câmbio aceitas pelas companhias de financiamento. . .”²³ Compare-se esta estimativa com uma outra, encontrada em um documento oficial: “. . . merecerá nossa atenção especial o surgimento daquilo que se convencionou chamar de “mercado paralelo”, cujas transações chegaram a representar, segundo estimativa, cerca de oito a dez vezes o volume transacionado através das sociedades de crédito e financiamento”²⁴.

Ora, para um mercado com as características assinaladas, cuja fonte de lucro residia em empresas candidatas à falência, um tamanho como o avaliado pelo documento oficial, parece exagerado. Para se ter idéia, significa equivaler o paralelo ao conjunto das operações dos bancos comerciais (inclusive Banco do Brasil)!

Já a estimativa da APEC, parece ser mais razoável, mas é impossível precisar sua margem de erro. Se correta, implicaria, naturalmente, em um tamanho bem mais modesto para o paralelo, mas ainda assim lhe caberia uma relevância não desprezível: seus empréstimos representariam cerca de 10% dos empréstimos dos bancos ou 8,8% do total dos empréstimos concedidos ao setor privado pelo sistema financeiro institucionalizado.

Dentre as poucas informações disponíveis, algumas desaconselham aceitar estimativas exageradas de seu tamanho. Por exemplo, após a série de “estouros” ocorridos no mercado em 1965, soube-se da dívida não paga pelos principais tomadores de recursos no paralelo. A Mannesman — “a vedete do mercado de letras diretas”²⁵ devia Cr\$ 30 milhões e a Cia. Aga Paulista e a Toddy do

²² Quando do rumoroso caso da Mannesmann, ficou-se sabendo as taxas de juros que esta empresa líder do paralelo pagava por empréstimos a 180 dias: “superiores a 7% ao mês”, informa o Apecão (Apec. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, Jul. 1966, p. 45). A taxa de 7% ao mês levada ao ano, resultaria numa taxa de 125%.

²³ Id., ibidem, p. 45.

²⁴ Mario Henrique Simonsen, *Situação Monetária*. . . , op. cit., p. 136.

²⁵ Apec. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, Jul. 1966, p. 44.

Brasil, juntas, deviam, "segundo fontes oficiais", Cr\$ 15 milhões²⁶. A dívida total destas empresas subia, assim, a Cr\$ 45 milhões, representando este valor aproximadamente 10% de todo o paralelo, ou 1%, respectivamente, segundo a avaliação da APEC e do documento oficial. Há de se concordar que em se tratando de participações relativas de empresas líderes nas negociações paralelas, causadoras, quando se negaram a saldar seus compromissos, da bancarrota do mercado, o percentual correspondente à segunda estimativa parece pouco realista. Portanto, se é verdade que o paralelo não desfrutava de posição desprezível, em termos de volume de operações, tal posição, por outro lado, não deve ser exagerada, como pretenderam alguns analistas.

Por fim, convém citar uma outra característica do paralelo: o mercado absorvia, ao que tudo indica, apenas pequenas doses de capitais por investidor. A dívida de Cr\$ 30 milhões da Mannesman, por exemplo, distribuiu-se entre 40.000 credores²⁷. Cremos que este traço reforça as idéias: a) de um porte não muito grande para o paralelo e b) de que apenas marginalmente as letras diretas compunham as carteiras de grandes investidores. Na verdade, o paralelo não comportava elevadas aplicações de capital em virtude do elevado risco das operações, a despeito da maior rentabilidade das aplicações em letras. Certamente, como já foi observado, outras operações (mercantis, com moeda estrangeira etc.) absorviam as massas mais expressivas de capital ocioso. Restava ao paralelo pequenas somas que os escritórios, corretores e instituições financeiras envolvidos no negócio ilegal se encarregavam de atrair, concentrar e canalizar às empresas sob a forma de empréstimos.

4. A Crise do Mercado Paralelo

De saída poderíamos descartar uma possibilidade: a de que a grave crise por que passou o mercado paralelo em meados de 1965 e que virtualmente o liquidou, tenha sido deflagrada a partir da proibição das operações com letras diretas, determinada pela Lei n.º 4.728, aproximadamente à época em que estoura a crise²⁸. Isto porque não se seguiu à promulgação da lei nenhuma tentativa séria de coibir tais operações. Como afirmou o "Apecão", o "término do mercado paralelo verificou-se exclusivamente em face aos estouros observados nas principais companhias que aí operavam, e não por um maior policiamento ou exigência das autoridades competentes"²⁹. Voltemo-nos, pois, para as causas dos "estouros" dos principais clientes do paralelo.

Colocava-se a possibilidade de crise no mercado paralelo a partir de suas

²⁶ Id., ibidem, p. 45.

²⁷ Id., ibidem, p. 45.

²⁸ A Lei n.º 4.728, conhecida como Lei do Mercado de Capitais, entrou em vigor em 14.07.1965 e proibia o paralelo ao exigir a intermediação de instituição financeira registrada oficialmente para a colocação de títulos financeiros no mercado. Anteriormente, em 1963, uma outra lei, de n.º 4.242, colocara igualmente as operações paralelas na ilegalidade, sob o mesmo argumento.

²⁹ Apec. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, Jul. 1966, p. 45.

próprias características básicas. Caracterizava-o a usura e, portanto, ao enriquecimento de uns (os proprietários do dinheiro) correspondia a ruína de outros (as empresas já debilitadas que a ele recorriam). A ocorrência de "estouros" neste mercado era, pois, algo latente. Agravava a situação o fato de tratar-se de operações ilegais. Isto significava ser impossível recorrer às instâncias judiciais com vistas, por exemplo, à cobrança de dívidas não saldadas³⁰. Além disto, a ilegalidade implicava na impossibilidade de uma intervenção estatal, no sentido de procurar interromper as reações em cadeia que poderiam seguir-se a um "estouro" de importância no mercado.

Como se pode constatar, os fatores que colocavam a possibilidade da crise eram os mesmos que alimentavam a expansão do mercado. A debilidade das empresas, subsidiadas pela ilegalidade, ausência de controle e de regulação do mercado, colaboravam para a cobrança de elevadas taxas de juros no aceite de letras diretas, sem que incidisse a legislação em vigor (Lei da Usura), o fisco e os limites impostos às operações intermediárias pelas instituições financeiras legalizadas (limite mínimo de capital, limites mínimos e máximos de prazos, limite de aplicação por cliente etc.).

As observações anteriores fazem crer que o próprio movimento de expansão do mercado abria o caminho para sua crise. Concretamente, no entanto, não foi isto o que se deu. Até meados de 1965, o mercado paralelo expandiu-se violentamente e nem mesmo a ocorrência de alguns "estouros" de certa repercussão ocorridos na primeira metade do ano o fizeram retroceder ou interromper sua marcha³¹. Como se poderia imaginar, tal expansão desenfreada, no entanto, conduziria mais cedo ou mais tarde ao agravamento das contradições implícitas neste processo, levando o paralelo à crise. O fato, contudo, é que nesta trajetória "normal" interpôs-se um condicionante "externo" ao mercado, precipitando os acontecimentos. Trata-se de uma "crise de estabilização", provocada pela política econômica, a pretexto de combater a inflação, e que estala em meados de 1965.

As repercussões desta crise propagaram-se de imediato no paralelo. De início, até mesmo estimularam suas operações, mas, em seguida, causaram-lhe sérios embargos. Isto porque a "crise de estabilização" afetou particularmente as empresas financeiramente mais débeis³², muitas das quais haviam recorrido ao paralelo e aí se encontravam altamente endividadas e sobrecarregadas pelos juros altíssimos que lhes eram cobrados. A redução da demanda corrente e da liquidez monetária se dão bruscamente numa "crise de estabilização", abalando financeiramente as empresas que já se encontravam endividadas. No paralelo, isto deu ensejo a sucessivos "estouros", culminando com o episódio da Mannes-

³⁰ O caso da Mannesmann (ver a seguir) ilustra bem esta possibilidade.

³¹ Cf. Apec. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, Jul. 1966, p. 45.

³² Maria da Conceição Tavares. *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*. Rio de Janeiro, UFRJ, 1975 (Tese de Livre Docência, Mimeo), p. 138.

man³³, uma filial da empresa estrangeira do ramo siderúrgico e que tornara-se a principal cliente do paralelo. A Mannesman simplesmente “declarou que não pagaria as promissórias ainda existentes, alegando terem sido emitidas ilegalmente”³⁴ e, com isso, “o prestígio do mercado paralelo entrou em colapso”³⁵.

Seguiam-se as reações normais em situações como esta, de generalizada “crise de confiança”: houve fuga de capitais do paralelo, redução dos prazos das operações, maior seletividade dos clientes etc., ocasionando novos e sucessivos “estouros”. Na ausência de intervenção estatal, no sentido de interromper as reações em cadeia que se desenvolviam, os acontecimentos tiveram um curso “natural”, em direção a uma crise inevitável: a partir do caso Mannesman, informa o “Apecão”, “iniciaram-se os pedidos de concordatas da grande maioria das empresas que operavam no paralelo, sacudindo dessa forma os círculos financeiros do país”³⁶.

Detonando a crise no paralelo, a “política de estabilização” arbitrou na disputa intercapitalista e produziu uma concentração absoluta de capital. Simultaneamente, deu partida a um importante processo de mudanças dos fluxos financeiros na economia. O item a seguir desenvolve esta segunda consequência.

5. Considerações Finais: Repercussões da Crise do Mercado Paralelo

As observações anteriores colocaram em evidência que o fim do mercado paralelo em 1965 não decorreu das reformas desenvolvidas a partir de 1964, com vistas a alterar profundamente o formato do sistema financeiro interno. Esta responsabilidade coube, como se viu, às medidas concernentes ao propósito de “estabilização” que, por seu turno, foram acionadas antes com intuítos de ordem conjuntural do que reformista.

Apenas em um sentido a política econômica reformista condicionou os rumos do mercado paralelo: no sentido de que deu partida a ampla diversificação de agências e instrumentos de crédito não bancário, com o que a expansão geral do crédito pode se dar a partir de 1967 a taxas reais bastante elevadas, cedendo importância, face a isto, o crédito direto inter-empresas ou inter-pessoais, assim como as fontes não institucionalizadas, como o paralelo.

Imediatos e extremamente relevantes, foram os efeitos da crise do paralelo sobre o segmento financeiro institucionalizado, o que repercutiu seriamente na própria execução do projeto reformista na área.

³³ “O golpe culminante contra o mercado foi dado pela sociedade que mais negociava com tais papéis, a Cia. Siderúrgica Mannesmann.” *Conjuntura Econômica*. Retrospecto de 1965, 20 (2), Fev. 1966, p. 92.

³⁴ Id., ibidem, p. 92.

³⁵ Id., ibidem, p. 92.

³⁶ Apec. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, Jul. 1966, p. 45.

Com o objetivo de analisar estes efeitos tenhamos em conta de início a meta maior da política econômica na época: reduzir drasticamente a taxa de inflação³⁷. No setor financeiro, esta meta conduziu, entre outras medidas, à criação ainda em 1964 da ORTN e à tentativa de substituição do deságio das letras de câmbio pela correção monetária pós-fixada³⁸. Assim, em torno ao momento em que estourava a crise do paralelo, andava a política econômica às voltas em introduzir e consolidar o mais rapidamente possível a ORTN como um título de grande aceitação no mercado e, de outro, em conter o crescimento das letras de câmbio e, por conseguinte, a disseminação do deságio. A crise do paralelo em quase nada auxiliou o primeiro desses objetivos, a ORTN praticamente não absorveu capitais em fuga do paralelo. E comprometeu seriamente o outro, com a evolução que as letras de câmbio experimentaram a seguir à crise. As consequências dessa crise, portanto, não devem ser desprezadas, pois se não se refletiram tanto no sucesso da nova política de dívida pública, repercutiram amplamente na configuração do peculiar sistema brasileiro de indexação (conjugando correção pré e pós-fixada) e, ainda, como veremos mais adiante, no redirecionamento dos recursos da letra de câmbio, dando origem ao crédito ao consumidor.

A letra de câmbio constituiu-se na principal forma de aplicação alternativa às que se realizavam no paralelo. E isto decorreu nem tanto pelos atrativos oferecidos aos compradores de letra, que na verdade eram poucos, mas principalmente pela inadequação dos títulos concorrentes. O principal entre eles, a ORTN, havia sido lançado pouco antes, em fins de 1964, com grande propaganda. O governo prometia pagar juros e correção monetária no novo título, oferecia incentivos fiscais em sua aquisição e, ainda, garantia tornar-se dali em diante um pontual pagador de sua dívida³⁹. Mas o prazo de resgate foi fixado em no mínimo três anos, o que incompatibilizava o título público com o tipo de aplicação que, em momentos de “crise de confiança” como aquele que circundou o “estouro” do paralelo, era requerido, ou seja, o de menor prazo possível. Jogava ainda no sentido de conter a colocação da ORTN a fase nitidamente experimental pela qual passava a regulamentação do título.

Já a letra de câmbio, sem prometer nem a rentabilidade real, nem os incentivos fiscais acenados pela concorrente, apresentava a grande vantagem comparativa dos prazos, os quais raramente ultrapassavam 180 dias, podendo ainda ser renegociada em bolsa. A letra de câmbio, um título já tradicional no

³⁷ O PAEG fixara como meta uma taxa de inflação de 25% em 1965 e de 10% em 1966.

³⁸ Os responsáveis pela política econômica sustentavam ser inflacionário o mecanismo do deságio, argumentando que ele constituía uma antecipação da taxa de inflação futura. Ao contrário, a correção pós-fixada apenas registraria uma variação ocorrida nos preços, não sendo por isso, inflacionária. A posição oficial pode ser encontrada em Mario Henrique Simonsen, *Situação Monetária*, op. cit. e em Octávio G. de Bulhões, *A Luta Contra a Inflação*, *Digesto Econômico*, 20 (183): 24-29, Mai. / Jun. 1965.

³⁹ Paralelamente, outras providências buscaram assegurar a subscrição de ORTN por via compulsória (com parcela do Fundo de Indenização Trabalhista, por exemplo) e semi-compulsória (alternativa de impostos etc.).

mercado, também não despertava as incertezas e desconfianças assinaladas para a ORTN e, de mais a mais, operava com o mecanismo do deságio, o que permitia o cálculo seguro e antecipado do rendimento nominal das aplicações.

As evidências disponíveis parecem confirmar as sugestões levantadas acima. Com relação à ORTN, é preciso salientar que sua competitividade só aumentou algum tempo após ocorrerem os principais "estouros" no paralelo. Essa maior competitividade, como já foi mencionado, teve origem em um "pacote" de medidas tomadas no segundo semestre de 1965, com vistas a incentivar a colocação voluntária do título público em julho o governo elevou, para efeito do imposto de renda, o percentual de abatimento da renda bruta das pessoas físicas, de 20 para 30% do total dispendido na subscrição voluntária da ORTN; em setembro, lançou a ORTN com prazo de um ano, juros de 6% ao ano e correção monetária calculada mensalmente e, por fim, em novembro, abriu ao comprador de ORTN a opção de escolha entre a correção monetária e a correção cambial⁴⁰. Muito rapidamente se fizeram sentir os efeitos dessas medidas. Já no último trimestre do ano, verificou-se um grande aumento da subscrição voluntária do título, graças fundamentalmente ao interesse que despertaram as ORTN com prazo de um ano e correção mensal⁴¹. Cabe salientar que tão ampla procura por ORTN em fins de 1965 surpreendeu os planos do próprio governo.

O orçamento monetário de 1965 estimara em Cr\$ 76,9 milhões o valor da colocação líquida da ORTN, o que permitiria cobrir 10% do déficit previsto. Mas os recursos da venda do título ultrapassaram em quatro vezes a previsão, financiando mais da metade do déficit efetivo⁴². Com base nesses resultados, cabe especular se também a ORTN não teria herdado parcela marginal dos capitais em fuga do paralelo. Seja como for, o fato é que os incentivos e as alterações introduzidos no segundo semestre de 1965 eram já em si suficientes para atrair recursos ociosos de pessoas, empresas e bancos, independentemente do que se passava no paralelo. O poder explicativo deste no êxito alcançado pelo título público, parece, entretanto, ser reduzido. Tanto é assim que no ano seguinte, contando com incentivos adicionais, dentre os quais a famosa Res. 21, teve seguimento a rápida evolução da dívida pública federal em títulos, com base na subscrição voluntária. Algumas informações dão disso uma idéia: duran-

⁴⁰ Cf. Maria da Conceição Silva. *A Dívida do Setor Público Brasileiro: Seu Papel no Financiamento dos Investimentos Públicos*. Rio de Janeiro, IPEA (Col. Relatórios de Pesquisa, nº 32), 1976, p. 56.

⁴¹ As subscrições voluntárias assim evoluíram em 1965:

Tipo de Subscrição	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	Total
Subscrição Voluntária (Cr\$ milhões)	10	35	19	121	185
- Prazo de 1 Ano (Cr\$ milhões)	-	-	6	84	90

Fonte: Apec. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, Jul. 1967, p. 36.

⁴² Cf. Mario Henrique Simonsen. *Inflação: Gradualismo X Tratamento de Choque*. Rio de Janeiro, APEC, 1970, p. 34.

te 1966, o saldo de ORTN em circulação ultrapassou o de letra de câmbio, assumindo o título público a liderança do mercado financeiro; ainda durante esse ano, a colocação líquida de ORTN forneceu recursos que permitiram financiar todo o déficit de caixa do Tesouro⁴³; e, por fim, as subscrições voluntárias nesse ano alcançaram uma proporção tão alta do total subscrito que deixaram as modalidades de subscrição compulsória e alternativa de tributos criadas para garantir a venda das ORTN em um pouco significativo segundo plano⁴⁴.

O quadro é inteiramente outro no caso da letra de câmbio. Já claramente, apenas devido a um acontecimento "exógeno", como a crise do mercado paralelo, poderia se expandir tanto quanto efetivamente se expandiu o saldo de aceites cambiais em 1965. Esse ano, em sua segunda metade principalmente, foi um ano de ouro para a letra de câmbio e para as financeiras, sem precedentes em sua história e, talvez, apenas comparável à *performance* dos anos de "milagre" entre 1971 e 1973. O número de financeiras pulou de 154 para 202 entre fins de 1964 e fins de 1965 e o saldo de aceites cambiais no mesmo período, cresceu de 125% descontada a inflação⁴⁵. Como reflexo deste rápido crescimento, a participação dos empréstimos concedidos pelas sociedades de crédito e financiamento relativamente à totalidade dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado dá um grande salto, passando desde os 5,6% alcançados em 1964 para 9,6% em 1965⁴⁶. Ora, tão bom desempenho deu-se em condições que não propriamente favoreciam a venda de letras de câmbio. Senão, vejamos.

Tomemos de início o aspecto rentabilidade das letras de câmbio. O ano

⁴³ A colocação líquida da ORTN em 1966 correspondeu a 107,2% do déficit, contra 56,8% no ano anterior. (Edésio F. Ferreira. *A Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil*. In: *Política Monetária e Dívida Pública*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974, pp. 279-400, p. 300.

⁴⁴ Em 1966 a subscrição voluntária (incluindo a subscrição dos bancos comerciais com recursos do depósito compulsório) subiu a 83,5% do total contra 62,7% em 1965 e 26,8% em 1964. Cf. Maria da Conceição Silva, op. cit., p. 58.

⁴⁵ Deve-se observar que este "boom" do mercado de letras incentivou a entrada de grande número de financeiras de pequeno porte que, posteriormente, seriam eliminadas ou absorvidas por instituições maiores. A Banas publicou uma listagem das principais Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento constituídas em 1965. A lista não é completa, subestimando o que queremos evidenciar aqui, mas das 89 empresas listadas, 75 possuíam capital de até Cr\$ 100 mil; 12 entre Cr\$ 101 mil e Cr\$ 200 mil e 2 com capital superior a Cr\$ 200 mil. Registre-se que por essa época, o capital de grandes e mesmo médias financeiras raramente descia abaixo de Cr\$ 500 mil (Banás. *Investindo para o Brasil*. São Paulo, Banás, 1966, p. 29-30).

⁴⁶ Vale dizer, em termos relativos ao conjunto do sistema financeiro, em 1965 as financeiras evoluíram quase tanto quanto haviam evoluído desde que foram introduzidas. Nos anos seguintes a 1965 e até o fim da década, a participação das financeiras nos empréstimos totais do sistema financeiro subiu, porém não muito além da marca alcançada em 1965. Em 1970 alcançara 11,4%. Em 1973 atingiu o máximo: 14,3% (Dados do Boletim do Banco Central, vários números).

de 1965 e, particularmente a sua segunda metade, não foi favorável para quem adquiriu letras. Neste ano o seu rendimento foi se tornando rapidamente negativo em termos reais, chegando a taxa de inflação a superar o rendimento nominal em mais de dez pontos percentuais a partir de julho⁴⁷. Poder-se-ia contrapor que esta forma de avaliação dos ganhos na compra do título consiste numa visão *a posteriori* e poderia não ser o melhor caminho para se avaliar o atrativo das letras no momento da aplicação. Para este último objetivo melhor seria, talvez, tomar o rendimento nominal oferecido aos compradores de letras. Pois bem, o rendimento nominal revelou-se decrescente ao longo de 1965 até o mês de agosto, a partir de quando estabilizou-se a um nível correspondente à metade do verificado no início do ano⁴⁸ numa clara indicação de que também por este enfoque não se mostravam atrativas as aplicações em letras⁴⁹.

Havia outra razão, potencialmente inibidora da colocação de letras de câmbio: a campanha organizada pelo governo contra o deságio em 1965, num preâmbulo do que seria uma campanha muito mais intensa, desenvolvida no ano seguinte. Estamos nos referindo à Lei nº 4.728, de meados de 1965, em

⁴⁷ Mês a mês, durante 1965, foram as seguintes as taxas de rendimento das letras de câmbio e de inflação:

Mês	Rendimento anual das Letras de Câmbio	Taxas de Inflação (%)
Janeiro	58,6	37,5
Fevereiro	49,9	37,2
Março	50,4	32,9
Abril	45,6	36,1
Maio	41,6	37,3
Junho	39,3	37,8
Julho	35,6	38,8
Agosto	28,3	39,8
Setembro	28,5	40,2
Outubro	30,7	40,6
Novembro	30,6	39,9
Dezembro	29,7	38,8

Fonte: Walter L. Ness Jr. *A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, p. 174 (Série Estudos – Especial, 5).

⁴⁸ Ver a Tabela da Nota 47. As taxas mensais pagas aos tomadores de letras de câmbio, comportaram-se em 1965 como se segue:

Mês	Taxa	Mês	Taxa	Mês	Taxa
Janeiro	3,9	Maio	2,9	Setembro	2,1
Fevereiro	3,4	Junho	2,8	Outubro	2,3
Março	3,5	Julho	2,6	Novembro	2,3
Abril	3,2	Agosto	2,1	Dezembro	2,2

Fonte: *Boletim do Banco Central*, 11 (10), Out. 1975, p. 37.

⁴⁹ É o que também indicam comentários da época: "(...) durante certo período do ano, houve uma escassez de letras decorrente da falta de sacadores, impondo-se dessa forma menores deságios e maiores taxas, com sensível diminuição de rentabilidade que, no entanto, não constituiu motivo para que os aplicadores afastassem suas preferências sobre estes títulos (Apec. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*, Jul. 1966, p. 45).

que o governo determinou o aumento da taxa sobre o deságio e estabeleceu o fim do anonimato na compra da letra, esta última medida a contar do início de 1967 em diante. Essas determinações causaram certa apreensão no mercado, mas nem por isso deixaram os saldos de letras de câmbio crescer acentuadamente.

Restaria apenas um fator cuja contribuição teria sido positiva. Trata-se da recuperação das atividades do comércio e da indústria após a "crise de estabilização" e, particularmente, da retomada das vendas da indústria automobilística no segundo semestre de 1965, com repercussões favoráveis no mercado de letras. Cabe, no entanto, observar que mesmo quando a demanda por empréstimos das financeiras se manteve em baixa, a venda de letras expandiu-se, sinal que fatores outros estavam em cena para incentivá-la⁵⁰.

Existem, portanto, indicações seguras no sentido de que pelos atrativos inerentes às letras de câmbio, poucos argumentos justificariam a excepcional *performance* do título no ano de 1965. A nosso ver, não fossem os acontecimentos no mercado paralelo nesse ano, bem outro teria sido o comportamento do mercado de letras. Aquele verdadeiro salto que se observou na participação relativa das financeiras no crédito ao setor privado, certamente, não teria acontecido, se jogassem apenas os atrativos oferecidos pela letra e o desejo expresso pelos condutores da política econômica.

A crise do mercado paralelo pela via do impacto que causou no segmento das financeiras e na letra de câmbio influiu sobre os propósitos originais da reforma financeira de 1964/66 em dois importantes aspectos. Primeiramente, o espetacular crescimento da letra de câmbio em 1965 acabou por consagrar o deságio nas operações financeiras, sepultando o propósito governamental de que no sistema financeiro vigorasse com exclusividade a correção pós-fixada. Daí o tão peculiar sistema "misto" de indexação brasileira, que comunga a correção pós com a pré-fixada, não sem poucas consequências para a instabilidade do sistema. Em segundo lugar, o *boom* da letra de câmbio em 1965 está na origem de uma iniciativa da política econômica que viria a ter importância econômica crucial. Os condutores da política econômica, impossibilitados de impor a exclusividade da correção pós-fixada, mas ainda considerando válido o diagnóstico acerca da natureza inflacionária do deságio, decidem isolá-lo ao "fim da linha" do consumidor, recuperando um antigo propósito, até então em compasso de espera, aguardando que se solucionasse a questão do deságio: a articulação de um esquema de crédito exclusivo para o financiamento do consumo. Em fins de 1966, após infrutíferas tentativas de substituição do deságio pela correção pós-fixada na letra de câmbio desenvolvidas ao longo do ano, é

⁵⁰ Cf. a passagem do Apeção citada a nota anterior.

instituído o crédito direto ao consumidor. Com isso, progressivamente se foi canalizando a totalidade dos volumosos (após a crise do paralelo) recursos da letra de câmbio para o financiamento da compra de bens duráveis, redinamizando este setor industrial, líder da recuperação da economia brasileira a partir de 1968⁵¹.

RESENHA

ANÁLISE CRÍTICA DO LIVRO¹
 "CONGLOMERADOS FINANCEIROS:
 ANÁLISE DE SEU DESEMPENHO NO BRASIL (1978--1981)"
 Perdigão, Luiz Antônio. IBMEC — 1983

Marcelo Alceu Amoroso Lima*

Salienta-se na análise a contribuição pioneira do livro em termos de um melhor conhecimento do comportamento do setor financeiro e ao mesmo tempo as suas limitações no que diz respeito à discussão das causas, conseqüências, decorrências e tendências do processo de conglomeração financeira no Brasil.

1. Estruturação e Principais Resultados

O objetivo do livro se prende à análise do desempenho e do comportamento dos conglomerados financeiros no período 1978/81.

O autor parte de cinco hipóteses teóricas sobre as causas da existência de conglomerados na economia e procura verificar sua aderência ao fenômeno da conglomeração do setor financeiro brasileiro, no período (1978—1981).

As cinco hipóteses inicialmente consideradas são as seguintes:

- a) A conglomeração implica em um maior poder de mercado e maiores taxas de lucro.
- b) A conglomeração traz consigo economias de escala, possibilitando maiores taxas de lucro.
- c) A conglomeração implica em uma redução do risco através da diversificação do investimento.
- d) A conglomeração possibilita a manutenção das taxas de crescimento das empresas.

¹Agradecemos as críticas e sugestões feitas pelo prof. Alkimar Ribeiro de Moura a uma primeira versão deste trabalho.

*Professor Assistente do Departamento de Engenharia de Produção da Universidade Federal de São Carlos, SP.

⁵¹Em outro trabalho, descrevo detalhadamente a questão do deságio *versus* correção monetária e a origem e o desenvolvimento inicial do CDC. Júlio Sérgio G. de Almeida, op. cit., Cap. 4 e 5.

- e) A conglomeração possibilita a obtenção de vantagens financeiras em termos de menor custo de endividamento e de compra de empresas.

A metodologia utilizada contém os seguintes pontos principais:

- Definição de um índice de conglomeração, derivado do índice de concentração industrial de Herfindal.
- Utilização do conceito de "spread" no setor financeiro como equivalente ao de "mark-up" no setor industrial.
- Tentativa de verificação da correlação entre os "índices de conglomeração", os "spreads" e "indicadores econômico-financeiros" tradicionais.

As principais conclusões do trabalho podem ser resumidas no seguinte:

- No período analisado, os maiores conglomerados aumentaram sua participação relativa em termos de Patrimônio Líquido.
- Há correlação positiva e significativa entre o índice de conglomeração e o "spread" e entre o índice de conglomeração e a rentabilidade.
- Há algum suporte empírico para os argumentos de (a) aumentar lucros através de um maior poder de mercado; (b) realização de economias de escala, e (c) redução de risco através de diversificação.
- Os conglomerados financeiros com maior índice de conglomeração apresentaram melhor desempenho global no período.
- As empresas independentes de melhor desempenho médio em relação às ligadas a grupos financeiros foram as corretoras de títulos e valores mobiliários. Para os outros tipos de instituições, a performance das empresas ligadas a conglomerados superou a das empresas individuais.

Na explicitação das conclusões gerais o autor faz a análise dos demonstrativos financeiros, observando os seguintes pontos principais: (i) As maiores taxas de crescimento da captação de recursos externos estão entre os cinco grupos de maior conglomeração; (ii) As menores quedas da taxa de crescimento dos depósitos a vista estão, quase todas, entre os 5 maiores conglomerados; (iii) As taxas de crescimento dos principais itens do passivo tiveram menores coeficientes de variação do que as do ativo. "Isto significa que as empresas financeiras têm menor grau de liberdade do lado do passivo (em relação ao ativo), devido a limitações institucionais e/ou à existência de outros mercados, que concorrem com a captação de recursos do público, entre outros. Talvez uma pequena ênfase das empresas financeiras no gerenciamento de passivos possa, também, colaborar para reduzir a variabilidade das taxas de crescimento do passivo"².

²Op cit., p. 115-16.

Por fim, procura detectar por tipo de empresa (Banco Comercial, Financeira, Corretora, Distribuidora e Seguradora) a diferença entre as conglomeradas (classificadas por classe de Patrimônio Líquido do conglomerado) e as empresas independentes.

Para os bancos comerciais constata que as empresas independentes em média apresentam o mesmo nível de endividamento das conglomeradas, com maiores taxas de crescimento do ativo, receita operacional e do lucro líquido e menores margens e taxas de rentabilidade. O autor associa estes resultados à possível maior eficiência administrativa, maior poder de mercado e economia de escala dos conglomerados ou então ao fato de os bancos independentes ainda estarem em fase de desenvolvimento, procurando alcançar um tamanho ótimo.

Para as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento a situação é semelhante à dos Bancos Comerciais, com rentabilidades maiores para as conglomeradas. No caso, entretanto, as conglomeradas têm uma taxa maior de crescimento do lucro líquido e um maior endividamento.

Para as Corretoras de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários, as conglomeradas apresentam, no período, endividamentos, taxa de crescimento e taxas de rentabilidade menores. Este resultado é explicado pelo autor como decorrente do fato dos conglomerados também operarem nesta faixa do mercado através das outras empresas (Banco Comercial, Banco de Investimento, Distribuidoras) reduzindo assim a lucratividade de suas corretoras.

Para as Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, as taxas de crescimento das empresas conglomeradas foram menores, porém o endividamento e as taxas de rentabilidade foram maiores. Este resultado é associado à maior atuação no mercado aberto e ao melhor acesso a clientes e operações, das conglomeradas em relação às distribuidoras independentes.

Para as Companhias de Seguro, o endividamento é praticamente o mesmo para as empresas ligadas a grupos financeiros e as individuais, e as taxas de crescimento e rentabilidade são maiores para as primeiras. Este resultado é associado a operações vinculadas (reciprocidades) dos conglomerados.

Os Quadros 1, 2 e 3, transcritos do texto, demonstram a dimensão do fenômeno da concentração e conglomeração bancárias.

2. Análise Crítica

Deve ser ressaltada inicialmente a vasta quantidade de dados e informações coletadas, cuja sistematização por si só já representa excelente contribuição a uma visão mais agregada da questão. É mister também mencionar a dificuldade de coleta dos dados bem como de sua homogeneização, comuns a pesquisas empíricas desta natureza realizadas no Brasil. O setor analisado é

QUADRO 1
SISTEMA FINANCEIRO DO BRASIL
NÚMERO DE INSTITUIÇÕES

Instituições Financeiras	Anos (em 31.12)			
	1950	1960	1970	1980
Bancos Comerciais	413	338	172	118
Bancos de Desenvolvimento	—	—	10	14
Sociedades de Crédito Imobiliário	—	—	44	58
Associações de Poupança e Empréstimos	—	—	32	35
Bancos de Investimento	—	—	30	39
Caixas Econômicas Federais	21	22	1	1
Caixas Econômicas Estaduais	2	3	5	4
Sociedades Distribuidoras	—	—	573	453
Sociedades Corretoras	—	—	404	270
Seguradoras	152	193	184	97
Soc. de Crédito, Financiamento e Investimento	—	—	214	120

Fontes: Banco Central do Brasil e Anuário Estatístico IBGE. In: PERDIGÃO, Luiz Antônio, *op. cit.*

QUADRO 2
CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA
(Porcentagem de depósitos sobre o total do sistema)

Número de Bancos*	1970	1980
5 maiores	29,7	37,2
10 maiores	43,0	54,4
15 maiores	50,3	65,0
20 maiores	57,8	73,4
25 maiores	63,3	81,4

Nota: (*) Não incluem Banco do Brasil e Banco do Nordeste do Brasil.

Fonte: Banco Central do Brasil. In: PERDIGÃO, Luiz Antônio, *op. cit.*

QUADRO 3
PERCENTAGEM DOS PATRIMÔNIOS LÍQUIDOS
SOBRE O TOTAL DA AMOSTRA DE CONGLOMERADOS

Número de Grupos	Soma dos Patrimônios Líquidos (Cr\$ milhões)	Participação em Relação ao Total (%)
5 maiores	319.624,5	46,93
10 maiores	459.124,5	67,41
20 maiores	569.913,3	83,67
30 maiores	620.061,5	91,03
Total	681.118,2	100

também dos mais relevantes, tendo em vista seu papel inequivocamente importante no atual contexto da economia brasileira. seu papel inequivocamente importante no atual contexto da economia brasileira.

Com relação ao aspecto metodológico, há pouca exploração teórica sobre as causas, consequências, decorrências e tendências do processo de conglomeração em geral e no setor financeiro em particular. Não são examinadas as vertentes teóricas sobre o assunto. Fruto disto é que acaba sendo salientado quase que unicamente o aspecto quantitativo da correlação entre variáveis. As idéias desenvolvidas por Porter³, Penrose⁴, Guimarães⁵, Bain⁶ etc., relacionadas a estudos da assim chamada área de "Organização Industrial", poderiam ter sido incorporadas para tecer um quadro de referência teórico no qual se desenvolvesse a análise empírica. Desta falha, decorre uma falta de estruturação e qualificação dos problemas analisados e da amostra selecionada, ao longo do texto. O autor não faz, por exemplo, qualquer distinção entre os conglomerados privados e os conglomerados estatais, o que leva a distorções evidentes em quase todos os pontos analisados. Os conglomerados do Banespa e do Banerj, em função de uma inserção diferenciada no setor, têm obviamente um comportamento totalmente dispar dos demais. E isso pode ser visto bizarramente quando, em quase todos os gráficos, o Banespa, por exemplo, tem números de uma ordem de grandeza tão distinta que literalmente *não cabem no gráfico traçado em escala linear*. A análise entretanto é desenvolvida como se a única coisa que pudesse diferenciar os vários conglomerados fosse o Índice de Conglomeração (I.C.)⁷.

A análise estatística por sua vez tem algumas deficiências relevantes:

Em primeiro lugar, o I.C. definido a partir do Índice de Concentração Industrial de Herfindall é muito limitado: Ora, o que o índice de Herfindall pretende é medir uma situação em que grande parte da produção esteja concentrada sob o poder de uma só empresa, o que é bem aproximado quando este índice tende a zero, ou a situação contrária em que a produção é distribuída homogeneamente por um número grande de empresas e este índice tende então

³PORTER, Michall E. "The structure within industries and companies performance". In: *Review of Economics and Statistics*, v. LXI, May 1979.

⁴PENROSE, Edith T. *The Theory of the Growth of the Firm*. New York, John Wiley & Sons, 1959.

⁵GUIMARÃES, Eduardo A. *Acumulação e Crescimento da Firma - Um Estudo da Organização Industrial*. Ed. Zahar, Rio de Janeiro, 1980.

⁶BAIN, Joe S. *Essays on Price Theory and Industrial Organization*. Little Brown Company, Boston, 1972.

⁷

$$I.C. = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n P_i^2}{n}$$

P_i = Participação da Receita de cada instituição na receita total do conglomerado.

a 1. A mutação deste índice para medir a conglomeração é falha e pode escamotear alguns pontos importantes: se a participação (no caso, de cada empresa do conglomerado) estiver muito bem distribuída, não quer dizer necessariamente, como supõe o autor, que exista maior grau de conglomeração, pelo menos não no sentido definido pelo próprio autor:

“... conglomeração significa o crescimento horizontal devido às aquisições de firmas de outros setores...”⁸. Isto porque este índice não consegue captar com nitidez diferenças no número de empresas constantes de cada conglomerado, no número de empresas constante de cada Instituição do conglomerado, na importância relativa da receita entre instituições e na importância em termos de tamanho do conglomerado na instituição.

Vejamos por exemplo como estas questões afloram na amostra dos 10 conglomerados financeiros examinada inicialmente:

O ordenamento segundo o I.C. e o ordenamento segundo o Patrimônio Líquido dos 10 grupos podem ser vistos no Quadro 4.

O Unibanco, por exemplo, aparece como o segundo maior conglomerado, o que contrasta um pouco com a intuição natural, ou mesmo com a sua própria posição em termos de Patrimônio Líquido. O que ocorre, no caso, é que o fato do Unibanco ter 2 empresas de Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento, 3 empresas de Sociedade de Crédito Imobiliário e 2 Seguradoras (enquanto os outros conglomerados raramente têm mais de uma empresa por instituição), faz com que a receita seja distribuída por mais empresas e aumenta, a nosso ver artificialmente⁹, o I.C. O mesmo ocorre com o Nacional que tem 4 seguradoras. Inversamente são afetados os conglomerados estaduais que possuem apenas 1 empresa por tipo de instituição em que atuam e muitas vezes não têm empresas em algumas instituições por restrições de outra natureza¹⁰. Além disso, parece relevante na consideração da conglomeração, que se dê um peso à participação relativa de cada conglomerado por tipo de instituição, pois isto pode gerar maior poder de mercado decorrente de uma posição oligopolista na instituição e também porque as várias instituições devem apresentar potencial de crescimento e acumulação diferenciados bem como características de “externalidades” para o grupo, no marketing global do conglomerado.

Outra característica metodológica passível de crítica é a natureza da análise estatística encetada com os dados das amostras. Pode-se afirmar com segurança que ela carece, no mais das vezes, de maior rigor metodológico. Isto tanto

⁸ Op. cit., p. 39.

⁹ Se o Grupo tivesse apenas uma empresa em cada tipo de Instituição, não me parece que a Conglomeração se altere, mas o I.C. certamente diminui.

¹⁰ Só para citar uma, o Banespa não tem uma Companhia de Crédito Imobiliário e um Banco de Investimento, muito provavelmente devido à existência da C.E.E.S.P. e do Badesp no âmbito do Governo do Estado.

QUADRO 4
GRUPOS FINANCEIROS, ÍNDICE DE CONGLOMERAÇÃO
E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Grupos ordenados segundo o I. C.	Índice de Conglomeração	Patrimônio Líquido média 78-81 (Cr\$ milhões)	Ordenamento segundo o Patrimônio Líquido
1. Bradesco	0,7837	63.692	1
2. Unibanco	0,7751	17.519	5
3. Itaú	0,7680	28.353	2
4. Finasa	0,7542	15.586	7
5. Nacional	0,7539	12.195	8
6. Comind	0,7362	9.980	9
7. Real	0,7310	22.252	3
8. Bamerindus	0,7310	17.008	6
9. Banerj	0,5611	7.457	10
10. Banespa	0,0784	17.768	4

Fonte: Op. cit., p. 88.

em termos de sua extrema simplificação, quanto em termos da comparação sem qualquer qualificação das características de amostras com representatividade diferente dos respectivos universos¹¹ e quanto a que os resultados a que se chega em termos do coeficiente de correlação (indicador de maior relevância nas análises) são quase sempre muito baixos.

As duas hipóteses iniciais que o autor descarta, a da manutenção das taxas de crescimento da empresa e a obtenção das vantagens financeiras, são abandonadas de maneira pouco fundamentada e deixando a impressão de já haver um sentimento prévio do autor quanto à sua inadequação. Assim é que, a primeira delas, é descartada “a priori” sob o argumento da estrutura familiar¹² e do elevado grau de incerteza da economia brasileira e a segunda sob o argumento da transparência das informações e da relativa eficiência do mercado de capitais. Ambas são depois testadas empiricamente, aparentemente mais a título ilustrativo do que prático: uma questão inicial é que os testes destas hipóteses poderiam requerer uma análise mais sofisticada ou mesmo dados mais detalhados; uma segunda questão, é que a falta de um embasamento teórico mais sólido, já mencionado, não permite ao autor uma melhor qualificação do que estas hipóteses traduzem na versão dos seus defensores e daí descartáveis e, por fim, quanto à segunda hipótese, o autor encontra inicialmente resultados que o levam a refutá-la¹³ e posteriormente resultados que o levariam a aceitá-la¹⁴,

¹¹ Por exemplo, nas páginas 143-44, se tira conclusões sobre o universo comparando uma amostra de 53 Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento pertencentes a conglomerados com uma amostra de apenas duas empresas individuais.

¹² Op. cit., p. 49.

¹³ Op. cit., p. 110.

¹⁴ Op. cit., p. 140.

mas dado o seu "a priori", nada comenta sobre o significado da contradição dos dois resultados.

Observa-se também que das várias instituições listadas, algumas deixam de ser analisadas, no momento em que se analisa as empresas independentes X conglomerados, como as Companhias de Crédito Imobiliário, as Companhias de Arrendamento Mercantil, de Capitalização, de Previdência Privada e os Bancos de Investimento, sem que seja explicitado o motivo.

É digno de nota que o período com o qual se trabalha, 1978–1981, é bem particular e bastante limitado para que se possa ter conclusões categóricas sobre tendências de médio e longo prazo. É interessante observar, entretanto, que nestes poucos anos que se passaram desde o período em relevo, o fenômeno da conglomeração tem aparentemente se consolidado cada vez mais, inclusive com a incorporação de novos produtos¹⁵ e com um avanço dos conglomerados sobre atividades de serviços e industriais.

A dinâmica de ocupação destes mercados e o potencial de competição dos conglomerados parecem ser questões relevantes, para as quais o estudo em apreço foi um primeiro passo que merece ter continuidade no sentido de se obter um melhor conhecimento dos parâmetros-chave do setor e dos seus reflexos no conjunto da economia brasileira.

RÉPLICA À ANÁLISE CRÍTICA DO LIVRO "CONGLOMERADOS FINANCEIROS: ANÁLISE DE SEU DESEMPENHO NO BRASIL (1978–1981)"

Perdigão, Luis Antônio, IBMEC, 1983.

Marcelo Alceu Amoroso Lima, 1985.

Inicialmente gostaríamos de agradecer ao Prof. Marcelo o interesse demonstrado pelo trabalho e a sua análise crítica que vem valorizar a pesquisa no Brasil e acrescenta elementos novos para futuras explorações nessa área.

Em seguida, fazemos alguns comentários sobre os tópicos principais abordados pelo Prof. Marcelo, apresentando os objetivos e as condições sob as quais nosso trabalho foi desenvolvido.

O livro em questão é a publicação da tese de doutorado, de mesmo título, defendida pelo autor em maio/83 e aprovada pela Congregação da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, no Rio de Janeiro. O objetivo fundamental da tese, cabe esclarecer de plano, foi estabelecer uma série de análises de desempenho econômico-financeiro dos dez maiores conglomerados do Brasil. Apesar das limitações de tempo e recursos para o seu desenvolvimento e dos diversos caminhos que se abriram no leque das alternativas disponíveis para as avaliações, cremos que o trabalho se revestiu de caráter pioneiro, desbravando um levantamento que reuniu perto de 2000 balanços e demonstrativos de resultado, ao longo de 1978 a 1981, permitindo a definição e análise de mais de 50 índices e relações.

Nosso trabalho não teve a preocupação básica de pesquisar ou discutir as causas, conseqüências, decorrências e tendências do processo de conglomeração financeira no País, se bem que tenha tocado, para uma amostra restrita, num período curto (78/81), em indicadores pertinentes às análises que o Prof. Marcelo procura identificar em nossa tese.

Por mais que se queira ser prático, questões acadêmicas e filosóficas não podem ser deixadas de lado em trabalhos desse tipo. Significa que, uma vez escolhido um caminho, ele deve ser trilhado de forma correta e profunda que exige, na maioria das vezes, informações e dados que nem sempre são disponíveis ou possíveis de serem obtidos.

Este foi o principal obstáculo que encontramos, o que limitou é certo as pretensões iniciais das pesquisas. Ao escolhermos a tese sabíamos das dificuldades em adotar, para estudo, um setor inteiro que nunca antes tinha sido explorado em conjunto. Na literatura estudada, apenas certos segmentos do setor financeiro tinham sido abordados de forma isolada. Toda teoria de conglomeração: causas, conseqüências, índices e medidas, foi desenvolvida para o setor real da economia (em especial a americana) e teve que ser analisada e

¹⁵ Por exemplo, Seguro Saúde, Trading Companies, Fundo de Renda Fixa etc. . .

adaptada para o setor financeiro, dentro de uma filosofia exploratória que teve como conseqüências, de um lado, a criação ou utilização pioneira de novos conceitos ("spread", índice de conglomeração, concentração, ganhos de escala, poder de mercado etc.) que podem e devem ser aperfeiçoados ao longo do tempo e, de outro, o bloqueio de alguns caminhos para se testar hipóteses ou teorias, principalmente pela necessidade de dados não disponíveis, de difícil ou impossível acesso.

É o caso, por exemplo, da maioria dos testes dos argumentos apresentados pela teoria para explicar as causas da conglomeração. A realização desses testes exigiria, conforme explicado no texto, dados de mercado sobre a valorização das empresas que compõem o conglomerado, inclusive antes da fusão ou aquisição de novas empresas, ou dados de série de tempo mais longa. Os primeiros não existem no Brasil, pois poucas são as empresas dos conglomerados que têm capital aberto e, portanto, cotações de preços de mercado. Os segundos, por sua vez, exigiria um esforço adicional e discutível de reclassificação dos demonstrativos financeiros nos exercícios anteriores a 1976, em virtude das modificações introduzidas pela Lei nº 6.404, de 15.12.76 (Lei das Sociedades Anônimas) na apuração e publicação dos Balanços e Demonstrativos de Resultado das empresas.

Optamos, por esses motivos, em abordar esse tópico apresentando, com as limitações impostas pelos recursos disponíveis, testes possíveis de serem realizados e análises ilustrativas de tendências de certos indicadores que, absolutamente, não esgotam o assunto. Procuramos, também, deixar sugestões e indicações sobre como um estudo mais profundo poderia ser dirigido.

Nas páginas de números 47 a 50 fazemos uma análise prévia das condições do mercado brasileiro que sugerem se adote como mais prováveis, "a priori", algumas das hipóteses levantadas. Apresentamos, também, os testes empíricos que são utilizados no trabalho, dado a disponibilidade de informações, mencionando que alguns deles teriam um caráter ilustrativo. Nesses casos deixamos como sugestões tipos de testes mais adequados para cada caso, que deveriam ser feitos caso não houvessem as limitações citadas, mas que poderiam ser objeto de futuros trabalhos.

A primeira amostra escolhida para análise, com dados mais analíticos possíveis, foi a composta pelos dez maiores conglomerados financeiros, tomados pelo somatório dos patrimônios líquidos das empresas que os compõem, que resultou na classificação de 98 empresas pertencentes a dez segmentos do setor financeiro e na coleta de informações de 392 Balanços e Demonstrativos de Resultado, cada um com uma média de 90 itens levantados entre Ativo, Passivo, Receitas, Despesas e Participações em Coligadas e Controladas.

O critério adotado — tamanho medido pelo Patrimônio Líquido — fez com que constassem, dentre os dez conglomerados selecionados, dois estatais. Entretanto, a estratificação em dois grupamentos, privados e estatais, reduziria

em muito o poder de explicação de pelo menos uma parte da amostra, razão pela qual foi apenas analisado o conjunto. Outros tipos de estratificação poderiam também ser abordados como, por exemplo, os conglomerados regionais, os que têm o banco comercial como "holding", os especializados em determinados segmentos do mercado (segurador, arrendamento mercantil, financeiro, mercado de capitais etc.), os que atuam como "atacadistas", entre outros. Porém, para esse tipo de abordagem deveríamos ampliar o número de conglomerados da amostra, que multiplicaria por várias vezes a necessidade de dados e exigiria esforços adicionais que não dispunhamos.

Por outro lado, a substituição pura e simples dos dois conglomerados estaduais — Banerj e Banespa — desvirtuaria o critério adotado para seleção que, a nosso ver, não seria justificável.

Para identificar e selecionar as empresas segundo seu nível de "conglomeração" procuramos utilizar uma medida que engloba dois critérios mais aceitos pela literatura: o número de indústrias em que opera a empresa e a importância quantitativa da participação das várias indústrias nessa empresa (páginas 38 e 40). Número de indústrias, na verdade, estaria mais próximo a número de instituições do conglomerado do que ao seu número de empresas. Porém, com a limitação de mercado para certos tipos de instituição como, por exemplo, as sociedades de crédito imobiliário, seus produtos, embora idênticos, são diferenciados pela localização de cada empresa. Assim, a aquisição de uma carta-patente de uma sociedade de crédito imobiliário pelo conglomerado, mesmo que ele já tenha uma ou mais empresas desse tipo, representa uma nova fatia de mercado que se abre, ou uma maior diversificação, ou, ainda, uma maior conglomeração, mesmo no sentido definido no livro.

Na página 41 colocamos: "Idealmente, deveríamos utilizar as receitas para cada tipo de aplicação e, dessa forma, calcular um índice de diversificação (conglomeração) mais refinado. Um banco comercial, por exemplo, pode diversificar suas atividades, modificando a composição de seus investimentos ou aplicando em ativos que, embora de sua competência, não eram antes considerados. . ." Nesse caso, poderíamos identificar, através do índice, bancos que concentrem suas operações em poucas alternativas de aplicação ou aqueles que as distribuem de forma mais uniforme. Os segundos, provavelmente, teriam um nível de risco menor que os primeiros, em virtude da maior diversificação de suas atividades, embora ambos atuem no mesmo segmento (firma) de mercado.

O índice de conglomeração utilizado certamente tem suas deficiências, como a ditada na página 41, mas que não chegam a influenciar de forma significativa os objetivos do estudo e, a nosso ver, não invalidam nenhuma das conclusões a que chegamos. De qualquer forma, não vislumbramos nenhuma alternativa melhor que a adotada em nosso trabalho. O Prof. Marcelo, em seu artigo, não sugere qualquer alternativa que pudesse ser utilizada.

Quanto ao Patrimônio Líquido, estamos certos de não haver qualquer

vinculação com o índice de conglomeração. Enquanto o primeiro representa uma medida do tamanho, o segundo representa diversificação do conglomerado. Assim, um grande conglomerado pode ter um índice de conglomeração baixo e vice-versa. Um exemplo contundente seria o do Banco do Brasil que pode ser considerado como o maior conglomerado, se tomado o seu patrimônio líquido e, entretanto, o seu índice de conglomeração é igual a zero, por ter apenas uma empresa do setor financeiro.

O rigor metodológico nas análises estatísticas, reclamado pelo artigo, só poderia ser alcançado caso tivéssemos uma amostra com maior número de dados. A maioria das regressões foi feita em cima de apenas dez observações, correspondentes aos dez conglomerados, o que inviabilizaria qualquer tentativa de sofisticação teórica como regressões múltiplas de vários estágios, análises de autocorrelação, multicolinearidade, heterocedasticidade e testes *t*, Qui-Quadrado, *F*, *DW* etc.

Onde foi possível, fizemos a análise de regressão, com determinação do coeficiente de correlação e da estatística *t* dos coeficientes das equações. E somente pudemos tirar algumas conclusões quando a análise apresentava significância estatística, embora, às vezes, com coeficientes de correlação baixos.

Nos demais casos, a análise foi feita de forma tabular ou gráfica que, apesar de não conclusiva, indicava pelo menos uma tendência ou sugeria algum tipo de comportamento.

Por isso foi que em algumas ocasiões deixamos de comentar diferenças de comportamento de empresas independentes ligadas a conglomerados. Qualquer tentativa nesse sentido seria, no mínimo, imprudente e o próprio autor reconhece que "... o período com o qual se trabalha, 1978-1981, é bem particular e bastante limitado para que se possa ter conclusões categóricas sobre tendências de médio e longo prazos."

Quanto à aparente contradição de dois resultados (páginas 110 e 140), lembramos que eles foram obtidos de amostras diferentes. Enquanto o primeiro foi observado na amostra dos dez maiores conglomerados, com dados mais analíticos possíveis e representados por, no mínimo, 90% das empresas financeiras que os compõem, o último foi extraído da segunda amostra de 111 grupos financeiros, com dados sintéticos dos demonstrativos financeiros, onde muitos deles estavam representados por menos do que 50% de suas empresas.

Julgamos que o essencial objetivado pelo trabalho foi atingido: o estabelecimento de metodologia de análise econômico-financeira de performances de conglomerados financeiros, levantamento e apuração dos principais indicadores de performances econômico-financeiros, especialmente na amostra pioneira referida dos dez conglomerados, distribuída e caracterizada pelos índices de conglomeração, "spreads" e das operações, além de outros indicadores importantes.

É nosso pensamento, também, que muitas análises adicionais merecem aprofundamentos e expansões nessa área e que a relevância e oportunidade de estudos do tipo é indiscutível. Esperamos que debates como este estimulem o interesse de estudiosos e colabore para um melhor conhecimento de nosso sistema financeiro no futuro próximo.