

A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E A  
ACUMULAÇÃO DE CAPITAL NO URUGUAI 1974-1984

*Este exemplar corresponde  
ao original da tes. defendida  
pelo aluno Nelson Noya e orientada  
pelo Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello  
Belluzzo.*

Nelson Noya

*Luiz Gonzaga de Mello*

Dissertação de Mestrado  
apresentada ao Instituto  
de Economia da UNICAMP

Orientador: Prof. Dr. **Luiz Gonzaga de  
Mello Belluzzo**

Campinas, 1988

UNICAMP  
L

2357

UNICAMP  
BIBLIOTECA CENTRAL

## SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	I
LISTA DE TABELAS.....	IV
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS.....	VIII
RESUMO.....	i
I - INTRODUÇÃO .....	1
CAPÍTULO II: REVISÃO E CRÍTICA DA LITERATURA SOBRE LIBERALI- ZAÇÃO FINANCEIRA.....	5
2.1. Fundamentos teóricos da liberalização financeira....	7
2.2. Elementos teóricos alternativos para a crítica.....	23
2.2.1. Modelos tobinianos dos impactos da liberaliza- ção financeira.....	24
2.2.2. Minsky e a fragilidade financeira.....	28
2.3. Hipóteses de trabalho para interpretar a liberaliza- ção financeira uruguaia.....	36
CAPÍTULO III: A REFORMA FINANCEIRA E SEU CONTEXTO MACROECONÔ- MICO.....	38

3.1. Panorama da evolução econômica em 1955-1972.....	38
3.2. Principais características e evolução do sistema financeiro antes de 1974.....	45
3.2.1. Características institucionais.....	45
3.2.2. Evolução do sistema financeiro.....	48
3.3. A reforma financeira e as etapas da política econômica de 1974-1984.....	55
3.3.1. A reforma financeira.....	55
3.3.2. As etapas da política econômica de 1974-1984.	62
<b>CAPÍTULO IV: UMA PERSPECTIVA MACROECONÔMICA DA REFORMA FINANCEIRA.....</b>	<b>69</b>
4.1. As tendências no processo de poupança-investimento..	70
4.2. O papel da liberalização financeira no desempenho do investimento.....	85
4.2.1. O investimento e o crédito em 1974-1978.....	85
4.2.2. A substituição de carteira e a elevação dos níveis de intermediação bancária.....	90
4.2.3. As mudanças de política econômica, os choques externos e os comportamentos especulativos...	104
<b>CAPÍTULO V: AS CONSEQÜÊNCIAS SOBRE A ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS.....</b>	<b>119</b>

5.1. Aspectos metodológicos da amostra das empresas.....	119
5.2. A estrutura de financiamento das empresas.....	122
VI - CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	144
BIBLIOGRAFIA .....	147

## LISTAS DAS ILUSTRAÇÕES

## GRAFICOS

	pag.
3.1. Agregados monetários em relação ao PIB. (em %)	50
3.2. Taxa de juros real passiva ex-post. Média Trimestral de deflacionada pelo índice de preços ao atacado. Em moeda na cional e em dólares	53
3.3. Taxa de juros real ativa ex-post. Média trimestral defla cionada pelo índice de preços ao atacado. Em moeda nacio nal e em dólares	60
4.1. Investimento bruto fixo. Em N\$ 1000 a preços de 1961. To tal e maquinaria e equipamento	73
4.2. Investimento bruto fixo privado e público. Em N\$ 1000 a preços de 1961	74
4.3. Investimento fixo bruto privado. Em % sobre rendas da propriedade	76
4.4. Investimento bruto fixo industrial. Em N\$ 1000 a preços de 1961	82
4.5. Crédito ao setor privado residente. Deflacionado pelo IPC	

base 1961.....	83
4.6. Crédito bancário ao setor privado. Total e moeda nacional. Deflacionado pelo IPC base 1961.....	84
4.7. Depósitos a prazo em bancos comerciais. Deflacionado pelo IPC base 1961.....	92
4.8. Ativos financeiros deflacionado por IPC. Com IPC base 1961.....	100
4.9. Proporção de ativos bancários. Em % de ativos financeiros privados.....	101
4.10. Proporção de ativos externos. Em % de ativos financeiros privados.....	102
4.11. Proporção de ativos em moeda estrangeira. Em % de ativos financeiros privados.....	105
4.12. Taxa de câmbio real do novo peso. Em relação a 9 moedas. Base 1975=100 .....	106
4.13. Importações de sócios comerciais. Índices de volume físico dessazonalizados.....	109
4.14. Investimento privado em construção e "q". Índice base 1978=100.....	110
4.15. Preço de gado bovino. Índice base 1978=100, deflacionado por índice de preços ao atacado.....	112

4.16. Canalização do crédito ao setor público. Em % de depósitos. Recolhimento de bancos oficiais e crédito guiado ao setor público.....	114
---	-----

## LISTA DE TABELAS

3.01. Regulação de taxas de juros. Taxas nominais efetivas anuais máximas legais. (em %)	58
4.01. Indicadores de evolução do investimento. (em %)	71
4.02. Estimativa da sub-avaliação do investimento privado em construções	78
4.03. Taxa de investimento sobre PIB a custo de fatores. (em %)	79
4.04. Taxa de investimento sobre PIB privado a custo de fatores. (em %)	80
4.05. Composição setorial do investimento bruto fixo privado. (em %) do total	81
4.06. Distribuição do crédito dos bancos privados em moeda nacional por setor. Média de % trimestrais sobre o total	87
4.07. Estrutura do investimento industrial em maquinaria e equipamento. (em %). Ramos agrupados por destino da produção	88
4.08. Acumulação de ativos financeiros por setores. (em %). do PIB	91



4.09. Depósitos de não residentes e diferença de taxa de juros.....	95
4.10. Acumulação de erros e omissões do balanço de pagamentos. Em milhões de dólares.....	99
4.11. Morosidade das carteiras bancárias com o setor privado. Em % do total da carteira.....	118
5.01. Estrutura de ativos e passivos. Total de empresas.....	123
5.02. Estrutura de ativos e passivos. Empresas pequenas.....	124
5.03. Estrutura de ativos e passivos. Empresas médias.....	125
5.04. Estrutura de ativos e passivos. Empresas grandes.....	126
5.05. Estrutura de ativos e passivos. Exportadoras tradicionais.....	127
5.06. Estrutura de ativos e passivos. Altamente exportadoras (não tradicionais).....	128
5.07. Estrutura de ativos e passivos. Medianamente exportadoras (não tradicionais).....	129
5.08. Estrutura de ativos e passivos. Baixa ou nula exportação.....	130
5.09. Posição líquida em moeda estrangeira. Em % do total de	

ativos.....	134
5.10. Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução do <u>in</u> vestimento de ativo fixo. Em % do total de usos ou <u>fon</u> tes de fundos . Total de empresas.....	135
5.11. Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução do <u>in</u> vestimento de ativo fixo. Em % do total de usos ou <u>fon</u> tes de fundos. Empresas pequenas.....	136
5.12. Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução do <u>in</u> vestimento de ativo fixo. Em % do total de usos ou <u>fon</u> tes de fundos. Empresas médias.....	137
5.13. Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução do <u>in</u> vestimento de ativo fixo. Em % do total de usos ou <u>fon</u> tes de fundos. Empresas grandes.....	138
5.14. Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução do <u>in</u> vestimento de ativo fixo. Em % do total de usos ou <u>fon</u> tes de fundos. Exportadoras tradicionais.....	139
5.15. Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução do <u>in</u> vestimento de ativo fixo. Em % do total de usos ou <u>fon</u> tes de fundos. Altamente exportadoras (não tradicionais)	140
5.16. Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução do <u>in</u> vestimento de ativo fixo. Em % do total de usos ou <u>fon</u> tes de fundos. Medianamente exportadoras (não tradicio- nais).....	141

5.17. Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução do <u>in</u> vestimento de ativo fixo. Em % do total de usos ou fon tes de fundos. Baixa ou nula exportação.....	142
--	-----

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

- BCU - Banco Central del Uruguay
- BHU - Banco Hipotecario del Uruguay
- BROU - Banco de la Republica Oriental del Uruguay
- CEDES - Centro de Estudios sobre Estado y Sociedad
- CEMLA - Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos
- CIEDUR - Centro Interdisciplinario de Estudios para el Desarrollo  
del Uruguay
- CIEPLAN- Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamé  
rica
- CINVE - Centro de Investigaciones Económicas
- CNAP - Caja Nacional de Ahorro Postal
- DGEC - Dirección General de Estadísticas y Censos
- FESUR - Friedrich Ebert Stiftung Uruguay
- FMI - Fundo Monetário Internacional
- ILPES - Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y  
Social
- IP - Índice de Preços
- IPC - Índice de preços ao consumidor
- L.P. - Longo Prazo
- C.P. - Curto Prazo
- M/E - Moeda estrangeira

M/N - Moeda nacional

N\$ - Nuevo peso

OHR - Obligaciones Hipotecarias Reajustables

PIB - Produto interno bruto

PND - Plano Nacional de Desenvolvimento

S/D - Sem dados

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é avaliar o impacto sobre o investimento do processo de liberalização financeira que atravessou o Uruguai no período 1974-1984.

Para chegar a esse objetivo, em primeiro lugar se faz uma revisão da literatura sobre liberalização financeira — basicamente os trabalhos de Shaw e McKinnon — assim como de outras visões críticas sobre a reforma financeira e sobre a gênese das crises financeiras. Isto permite elaborar algumas hipóteses interpretativas sobre o processo de reforma uruguaio.

Depois de descrever as características gerais da evolução da economia e da política econômica no Uruguai para o período analisado, enfatizando o sistema financeiro e as políticas macroeconômicas e de reforma financeira, faz-se uma análise das tendências do investimento a nível agregado, utilizando os dados do sistema das contas nacionais. Conclui-se que no período pós-reforma houve uma insignificante elevação das taxas de investimento privado, ainda que as tendências possam estar afetadas por distorções nas estatísticas. Ao ocorrer a recessão caem tanto as taxas como os volumes de investimento.

Analisa-se o papel da liberalização financeira nessa recuperação dos níveis de investimento a partir da comparação com o crescimento do crédito e com os níveis de intermediação financeira. Para isso estima-se o montante total da riqueza financeira privada com dados dos depósitos no sistema bancário, da emissão de valores públicos e dos ativos no exterior (a partir da acumulação

os saldos da conta de erros e omissões do balanço de pagamentos). Assim pode-se observar como a recuperação dos níveis de intermediação financeira deveu-se fundamentalmente à realocação da carteira de ativos financeiros no exterior. Isto permitiu a elevação do crédito a partir de 1975. Mas o crescimento do crédito é particularmente intenso desde 1979 quando o investimento já tinha atingido seus níveis mais altos.

A partir de 1978 ocorre uma série de mudanças na política econômica e no contexto internacional que foram gerando um clima de euforia. Entre essas mudanças destacam-se a eliminação dos recolhimentos compulsórios, o atraso cambial gerado pela política de estabilização de pré-anúncios cambiais e a abertura comercial argentina. Surgiram elevados níveis de especulação nos setores pecuário e da construção civil, alimentados pela expansão do crédito.

A liberalização financeira parece ter tido pouca relação com a recuperação inicial do investimento, que pode ser melhor explicada por uma política de promoção dos setores exportadores não-tradicionais. Quando o crescimento e o investimento mudam de perfil por volta de 1978, a liberalização financeira permite alguns desenvolvimentos especulativos que deram lugar a um crescimento acelerado do endividamento das empresas com o sistema financeiro. Os diversos choques a que esteve submetida a economia geraram expectativas de ganhos em vários setores, que tiveram a possibilidade de plasmar-se em investimento fixo ou em estoques. Isto mostra como a liberalização financeira aumenta a sensibilidade da economia aos choques externos e exige, então, ambientes mais estáveis para que os horizontes de expectativas dos empresários sejam maiores.

Uma segunda via de abordagem ao problema é através da

análise da estrutura de financiamento de uma amostra de empresas industriais. Isto permite concluir que à exceção das empresas de tamanho médio, não houve uma significativa mudança nas relações dívida/ativo no período pós-reforma, de modo que a segmentação financeira só alterou-se parcialmente.



## INTRODUÇÃO

A década dos anos 70 caracterizou-se no Cone Sul latino-americano pelo ensaio de novas políticas econômicas. Com a emergência de governos de fato na Argentina, Chile e Uruguai levaram-se adiante políticas de cunho liberalizador que pretenderam dotar de maior peso os mecanismos de mercado na alocação de recursos.

Estas políticas, de notável semelhança entre si, constituíam de fato uma nova estratégia de desenvolvimento econômico para os países mencionados. Chama a atenção que tenham sido aplicadas justamente em países que, no contexto latino-americano, se destacaram por seus precoces níveis de desenvolvimento social até meados dos anos 50 e, em contraste, a partir de então e até meados dos anos 70 se caracterizaram por um baixo ritmo de crescimento econômico em comparação com o resto da região.

Entre os pilares dessa nova estratégia neo-liberal destaca-se a abertura comercial e a liberalização financeira. A abertura ou reforma comercial se compôs basicamente de eliminação de quotas às importações, diminuição dos níveis e da dispersão da proteção alfandegária, assim como eliminação dos impostos às exportações. A liberalização financeira caracterizou-se pela eliminação de controles sobre as taxas de juros, liberdade para os movimentos internacionais de capitais e eliminação dos controles sobre o destino do crédito. Outros componentes destacados da estratégia impulsionada foram a eliminação quase total de controles sobre preços internos e a reforma tributária destinada a dotar de maior neutralidade a estrutura impositiva.

Paralelamente a essas reformas estruturais, nos três países levaram-se a cabo, como políticas de curto prazo, programas de estabilização de diversas características, mas com uma seqüência e resultados surpreendentemente similares. Num primeiro momento, a política anti-inflacionária foi tipicamente ortodoxa, baseada no controle dos agregados monetários. Num segundo momento, frente ao fracasso dessa primeira política, adotaram-se novos enfoques de macroeconomia aberta (basicamente o enfoque monetário do balanço de pagamentos) aplicando-se uma política de pre-fixação cambial e abandono do controle da oferta monetária. Essas políticas de estabilização distaram muito de ser neutras do ponto de vista real, pois implicaram custosas recessões e/ou grandes mudanças nos preços relativos básicos, o que faz difícil a delimitação de responsabilidades sobre o desempenho global à política de reformas ou às políticas de curto prazo.

Todas as experiências têm como ponto de partida, no plano político, a assunção de governos ditatoriais e, no plano econômico, uma situação de balanço de pagamentos extremamente comprometida, importantes níveis de inflação (chegando perto ou superando os três dígitos) e escasso ritmo de crescimento econômico. Numa primeira etapa, até o começo da década dos 80, observa-se uma primeira recuperação do equilíbrio externo, uma reativação logo depois da recessão inicial (nos casos de Argentina e Chile, não sendo assim no Uruguai) e importantes mudanças regressivas na distribuição da renda.

Em 1981-1982 todas as experiências de liberalização e estabilização no Cone Sul entram em crise. Certamente, aos desenvolvimentos endógenos em grande medida atribuíveis à política econômica, agregaram-se os fatores adversos provenientes da evo-

lução da economia mundial (a subida das taxas reais de juros, a apreciação real da moeda estadunidense, a queda dos termos de troca, a recessão e o corte no fluxo de crédito privado externo). A crise do começo dos anos 80 no Cone Sul se caracterizou por uma grande recessão, um crescente endividamento externo com as suas conseqüentes derivações sobre o balanço de pagamentos, uma situação de insolvência das empresas e dos intermediários financeiros internos e déficits fiscais de enormes proporções.

Assim começa a se colocar a discussão sobre os fatores determinantes de uma crise cuja gravidade só poderia ser comparada com a do começo dos anos 30. A discussão não está isenta de fortes conotações ideológicas, pois na medida em que pode-se atribuir responsabilidade à estratégia da política econômica aplicada, pode-se questionar a eficácia dos modelos de economia de livre mercado que os regimes autoritários procuraram implantar. A discussão, esquematicamente, coloca-se entre os que atribuem o fracasso das experiências ao conjunto da estratégia, aqueles que os atribuem a uma parte dela (freqüentemente mais à política de estabilização que às reformas estruturais), os que o fazem à implementação das políticas mais que à validade dos modelos teóricos nos quais estas se baseiam e, finalmente, aqueles que destacam a crise internacional como fator determinante.

Este trabalho se coloca dentro dessa discussão. Mas tem como finalidade avaliar a importância de uma dessas reformas estruturais no caso específico do Uruguai: a liberalização financeira. A multiplicidade de mudanças acontecidas, a magnitude dos choques externos que sofreram as economias em tão curto período e a complexidade das interrelações entre os distintos componentes da estratégia neoliberal tornam difícil separar analiticamente as

conseqüências de um só desses determinantes. Assim é que necessariamente deva-se ter como referência os outros elementos utilizados na discussão sobre os fatores determinantes da crise dos 80.

A organização do trabalho é a seguinte. No capítulo II faz-se uma revisão da literatura na qual se baseou a reforma financeira, assim como das outras visões alternativas que permitem trabalhar um marco interpretativo crítico diferente. No capítulo III traça-se o panorama da evolução econômica uruguaia antes e depois da reforma financeira, para que se possa compreender a significação das mudanças acontecidas no período que abarca. Também neste capítulo descreve-se a organização e evolução do sistema financeiro e o conjunto de medidas que constituíram a reforma. No capítulo seguinte analisa-se desde uma perspectiva macroeconômica os efeitos da liberalização financeira levando em conta o desempenho dos investimentos a nível dos principais agregados, a evolução da riqueza financeira privada e as mudanças no contexto internacional e na política econômica. No capítulo V analisam-se, a partir de uma amostra de empresas industriais, as mudanças na estrutura de financiamento das empresas. O último capítulo destina-se a algumas conclusões e reflexões finais.

## CAPÍTULO II

### REVISÃO E CRÍTICA DA LITERATURA SOBRE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

O objetivo deste capítulo é apresentar os fundamentos teóricos pelos quais se guiou o processo de liberalização financeira que atravessou a economia uruguaia, assim como o resto das economias do Cone Sul em meados da década dos setenta. Em segundo lugar, pretende-se abordar o problema da liberalização financeira desde outras perspectivas teóricas, com o objetivo de estabelecer algumas linhas críticas dessa literatura e, por sua vez, elaborar algumas hipóteses de trabalho que guiaram a análise da evidência empírica proporcionada pelo caso uruguaio.

Na primeira seção escolhe-se como expoentes dos fundamentos teóricos das reformas financeiras liberalizantes os trabalhos de Edward SHAW<sup>1</sup> e Ronaldo McKINNON<sup>2</sup>. Ambos autores situam suas construções teóricas como uma superação do que eles chamam concepções neoclássicas tradicionais sobre o funcionamento dos mercados financeiros. Essa crítica, que, como se verá mais adiante, não se afasta dos fundamentos neoclássicos, surge como uma teorização a posteriori das conclusões empíricas dos trabalhos de

---

1. SHAW, Edward. Financial deepening in economic development. New York, Oxford University Press, 1973.

2. McKINNON, Ronald. Dinero y capital en el desarrollo económico. México. CEMLA, 1974. Tradução ao castelhano do original inglês Money and capital in economic development. The Brookings Institution, 1973.

GURLEY, SHAW, e GOLDSMITH<sup>3</sup>. Um antecedente imediato são os trabalhos teóricos dos mesmos GURLEY e SHAW<sup>4</sup> sobre o papel da intermediação financeira em geral. SHAW e MCKINNON não fazem senão aplicar ditos trabalhos à problemática específica da intermediação financeira nos países subdesenvolvidos. Uma resenha sobre os continuadores mais recentes da linha de SHAW e MCKINNON pode-se ver no trabalho de FRY<sup>5</sup>.

Na segunda seção aborda-se a crítica aos fundamentos teóricos da liberalização financeira partindo de distintos autores que, no geral, têm em comum uma raiz keynesiana de análise econômica. Isto por si só coloca uma dificuldade adicional, já que, em geral, esses trabalhos tratam do funcionamento dos mercados financeiros nos países desenvolvidos (consideravelmente melhor organizados e mais diversificados) e sua preocupação se concentra prioritariamente no funcionamento a curto prazo dessas economias e não tanto na problemática de longo prazo. O ideal seria poder contrastar duas visões diferentes sobre o funcionamento dos mercados financeiros nos países subdesenvolvidos, com a perspectiva de analisar as conexões entre as características desses mercados e o crescimento econômico. Porém, apesar dessa limitação, é possível utilizar algumas das hipóteses em que se apóiam esses au-

---

3 GURLEY, John & SHAW, Edward. Financial intermediaries and the saving-investment process. In: Journal of Finance. 1956, v.11, nº4, pp. 257-276; GURLEY, John & SHAW, Edward. Financial structure and economic development. In: Economic Development and Cultural Change. Chicago, University of Chicago Press, 1967, v.15, nº3, pp. 257-268. GOLDSMITH, Raymond. La estructura financiera y el crecimiento economico. México, CEMLA, 1963.

4 GURLEY, John & SHAW, Edward. Money in a theory of finance. Washington D.C., The Brookings Institution, 1960.

5 FRY, Maxwell. Models of financially repressed developing economies. In: World Development. v.10, nº9., pp.751-765, setembro 1982.

tores e realizar uma crítica às concepções que embasaram a política de liberalização financeira.

Finalmente, na terceira seção elaboram-se algumas hipóteses de trabalho extraídas a partir da resenha anterior, com a finalidade de analisar os dados da experiência uruguaia.

## 2.1. Fundamentos teóricos da liberalização financeira

A teorização sobre a necessidade da liberalização financeira nos países subdesenvolvidos pretende ser na realidade uma teoria sobre o subdesenvolvimento. Isto é claramente visível dado que o ponto de partida, tanto de SHAW como de McKINNON, é a pergunta de por que existe o subdesenvolvimento<sup>6</sup>.

Simplificando os termos, a resposta que dão é que o subdesenvolvimento se deve à fragmentação ou segmentação dos mercados, tanto de bens e serviços como de fatores e ativos financeiros<sup>7</sup>. Isto faz com que os mercados funcionem de modo imperfeito e não como resultaria ótimo desde o ponto de vista social, ou seja, em forma perfeita. A fragmentação é definida como uma situação em que existem diversos preços para os mesmo objetos transacionados, de modo que os preços resultantes não refletem a valoração social dos

<sup>6</sup> SHAW realiza uma distinção entre as economias subdesenvolvidas. Divide-as em duas classes: aquelas onde os rendimentos marginais da riqueza estão muito deprimidos e aquelas onde existem grandes possibilidades de obter altas taxas de rendimento mas há escassez de poupança. Nas primeiras a reforma financeira não mudaria seu destino, enquanto nas segundas é a chave para o desenvolvimento. Assim, haveria outros determinantes do subdesenvolvimento que ficariam fora da teoria. Mas de todos os modos argumenta que a primeira classe está constituída por um escasso número de países e, em consequência, o problema sustancial do subdesenvolvimento é a escassez de poupança. SHAW, op. cit. p.81.

<sup>7</sup> A fragmentação dá lugar a fenômenos conhecidos como dualismo ou, em outra terminologia, heterogeneidade estrutural.

objetos. Ofertantes e demandantes encontram-se escassamente conectados uns com os outros e as transações se realizam entre poucos agentes.

Mas essa fragmentação tem uma origem. Para MCKINNON, a origem encontra-se em dois fatores: a estrutura colonial ou de tipo enclave de exportação, característica de várias economias com anterioridade à Segunda Guerra Mundial, e a intervenção pública realizada posteriormente a esta. Para SHAW, trata-se apenas de um problema derivado da intervenção pública. No entanto, não há contradição entre ambos autores uma vez que para o primeiro a existência de enclaves só explicaria uma fragmentação inicial, que foi agravada por uma errada intervenção pública posterior que pretendia remediar as conseqüências negativas da fragmentação sobre o crescimento econômico.

Ambos localizam o problema central na eliminação da fragmentação e, em conseqüência, do subdesenvolvimento, pela via de eliminar a fragmentação existente no mercado de capitais. MCKINNON fundamenta esta idéia com o argumento de que, desde a perspectiva do crescimento econômico e da acumulação de capital, o fundamental é resolver a restrição financeira que impõe sobre esta última a fragmentação do mercado de capitais. A variável chave do crescimento é a acumulação de capital e o capital é o fator de produção que se produz, daí a posição estratégica do mercado de capitais. Historicamente, a política econômica teria optado pela via da intervenção pública utilizando instrumentos fiscais (taxas alfandegárias, subsídios, etc.) ou diversas classes de racionamentos para resolver problemas que em definitivo eram de natureza financeira<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> "Os subsídios fiscais (mesmo) ajustados com um grau de perfeição que se encontra além do conhecimento e da capacidade administrativa...



Desta forma é criticado todo o instrumental intervencionista utilizado pelos países subdesenvolvidos para promover o crescimento. A idéia básica é que a inexistência ou a fragmentação do mercado de capitais é o que leva os governos a intervirem nos mercados de bens, de divisas ou de fatores. Assim, por exemplo, as taxas alfandegárias são vistas como uma forma de criar lucros extraordinários num setor para possibilitar seu autofinanciamento. As taxas alfandegárias aplicam-se a setores que têm vantagens comparativas a longo prazo, mas que por diferentes razões (distintas externalidades) enquadram-se dentro do caso de indústria nascente. A solução ótima deveria ser que obtivessem financiamento a longo prazo no mercado de capitais para superar os primeiros períodos de gestão da indústria quando esta opera com prejuízos.

Nesta visão, os vários instrumentos que modificam a relação de troca entre a agricultura e a indústria não seriam mais que substitutos ineficientes de uma intermediação financeira adequada. Esta deveria canalizar os excedentes financeiros do setor primário para o secundário, oferecendo altas taxas de juros para financiar investimentos que supostamente deveriam ser rentáveis a longo prazo e, por conseguinte, socialmente mais valiosos.

Outro exemplo que citam são as reformas agrárias feitas para consolidar imóveis para que cheguem a tamanhos tecnicamente mais eficientes. Segundo MCKINNON, estas reformas far-se-iam por si mesmas, isto é, pela operação do mecanismo do mercado se houves-

---

§ ... continuação

*nistrativa dos governos, não podem substituir um sistema financeiro no qual empresta-se e presta-se livremente a elevadas taxas de juros. ... não é possível encontrar uma solução fiscal 'primeira ótima' para o que, por essência, é um problema financeiro". MCKINNON, op. cit., p.42.*

se um mercado financeiro desenvolvido. Neste caso, alguns produtores poderiam endividar-se nesse mercado para comprar terras a outros, se fosse mais rentável a exploração de imóveis de maior tamanho.

Em resumo, para aliviar a restrição financeira os governos atuam criando apoios ao autofinanciamento, utilizando o gasto público ou modificando preços relativos. A partir daí gera-se uma distorção na estrutura de preços, que significa perdas em termos de bem-estar social.

A política para o desenvolvimento tem sido, segundo estes autores, a de utilizar instrumentos fiscais para aumentar a acumulação de capital e introduzir severos controles nos diversos mercados, particularmente nos financeiros. A esta intervenção em particular denominam-na "repressão financeira" e esta repressão tende a reduzir o volume de ativos financeiros sobre o PIB, ou seja, provoca a desintermediação financeira. Em oposição, a política que preconizam de "liberalização financeira" conduz a um aumento da mencionada proporção, a um "aprofundamento financeiro" (por analogia com o fenômeno de aprofundamento do capital que acontece no processo de crescimento econômico).

Entre as razões que se mencionam para explicar por que historicamente as economias subdesenvolvidas tomaram esse rumo está a existência de um corpo teórico neoclássico ou keynesiano-neoclássico que é utilizado para fundamentar essa intervenção. Por isso, a fundamentação da liberalização financeira deve proceder à crítica desse corpo teórico.

A esta perspectiva SHAW denomina visão do dinheiro como riqueza em oposição à visão do dinheiro como dívida. Entre os trabalhos que se inscrevem na primeira visão estão os modelos de

crescimento que introduzem o dinheiro<sup>9</sup>.

Nesta visão neoclássica tradicional o dinheiro é considerado como uma riqueza social líquida, cuja geração não implica custos em termos de recursos produtivos. A demanda de dinheiro só se daria por motivos de transação, isto é, não para mantê-lo como depósito de valor. Como ativo, o dinheiro pode receber uma rentabilidade real composta por três grandezas: uma primeira de caráter implícito, que refletiria sua contribuição à facilitação do intercâmbio (produtividade marginal ou utilidade marginal do dinheiro); uma segunda explícita, tal como uma taxa de juros sobre depósitos e, finalmente, da soma dessas grandezas anteriores se descontaria a taxa de inflação. O primeiro componente varia inversamente com o volume de saldos reais; o segundo é determinado pela política monetária, bem como o terceiro que o é indiretamente através do controle sobre a oferta monetária. Toda a riqueza está livre de riscos; trata-se de um mundo onde há perfeita previsibilidade dos acontecimentos futuros em todos os mercados, inclusive no mercado de capitais. A produção de bens é tida como homogênea e maleável, e pode ser consumida ou acumulada como insumo produtivo (capital). Uma função de produção contínua com rendimentos constantes de escala reflete o processo de produção desta economia, na qual os únicos insumos são o capital e o trabalho, sendo ambos homogêneos.

---

9 LEVHARI, David & PATINKIN, Donald. The role of money in a simple growth model. In: American Economic Review. Nashville, American Economic Association, v.58, pp.713-753, setembro 1967. JOHNSON, Harry. Ensayos de economia monetaria. Buenos Aires, Amorrortu, 1972, capítulo 4, tradução ao castelhano de Essays in monetary economics. Harvard university Press, 1967. TOBIN, James. Notes on optimal monetary growth. In: Journal of Political Economy. v. 76, pp. 833-859, julho-agosto 1963. TOBIN, James. Money and economic growth. In: Econometrica. nº4, pp. 671-684, outubro, 1965.

As conseqüências deste modelo sobre a relação entre ativos monetários e crescimento econômico podem ver-se a partir da equação que representa o equilíbrio no mercado de capitais, ou seja, a equação que iguala poupança e investimento.

Como o dinheiro é considerado uma riqueza líquida para o conjunto da sociedade, o aumento na sua quantidade real deve ser considerado como uma renda adicional ao produto gerado. Assim, a renda social está determinada pelo produto mais o incremento nos saldos reais de dinheiro, os que, por outra parte, não têm custos de produção:

$$Y = F(K,L) + \dot{d}(M/P)$$

onde Y representa a renda, F é a função de produção, K o estoque de capital, L o insumo de trabalho, M a quantidade nominal de dinheiro e P o nível de preços. A poupança S é considerada uma proporção s da renda, ou seja:

$$S = s \cdot Y$$

Essa poupança é destinada tanto a aumentar o estoque de capital físico (investimento, I) como a aumentar as retenções reais de dinheiro:

$$I + \dot{d}(M/P) = s F(K,L) + s \dot{d}(M/P)$$

de onde:

$$I = sF(K,L) - (1-s) \dot{d}(M/P)$$

Desta maneira, dada uma propensão média a poupar e dado um certo nível de produção, se aumentar a retenção de saldos reais, diminuirá a poupança disponível para financiar a acumulação de capital<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> É importante perceber que, apesar de não serem explicitadas, utilizam-se certas relações de causalidade neste modelo. Assim, por exemplo, as quantidades de recursos disponíveis K e L determinam o nível do produto, e o nível da poupança determina o investimento.

O volume desejado de saldos monetários reais determina-se pela operação do mercado monetário, o qual supõe-se sempre em equilíbrio. A oferta nominal de dinheiro está controlada pela política monetária e a demanda depende do nível do produto e dos rendimentos reais do dinheiro ( $r_m$ ) e do capital físico ( $r$ ):

$$(M/P)^d = H(Y, r_m, r)$$

+ + -

Os sinais das derivadas primeiras estão indicados abaixo das respectivas variáveis. Estes sinais indicam a existência de um efeito de substituição de carteira dos possuidores de riqueza. Este efeito, a nível agregado e em termos dinâmicos, implica que quando se aumenta o rendimento real do dinheiro aumentam-se as retenções desejadas de dinheiro. Neste caso, os possuidores de riqueza devem destinar parte da sua poupança para recompor seus saldos reais e diminuem por conseguinte a parte da poupança que vertem ao investimento. Desta forma, o aprofundamento monetário se faz às custas da acumulação de capital.

É certo que este efeito substituição se vê compensado por outros, particularmente o chamado efeito renda da quantidade real de dinheiro. Na medida em que o dinheiro é um instrumento que serve para facilitar as trocas, supõe-se que uma redução na sua quantidade real pode repercutir sobre o nível agregado do produto (diretamente como um insumo a mais da produção ou, indiretamente, como um elemento que eleva a eficiência com a qual utilizam-se os insumos de capital e trabalho). Mas este efeito é geralmente desprezado pelos teóricos neoclássicos tradicionais, porque *"considerariam que (...) só pode acontecer no caso extremo em que uma forte inflação tivesse deteriorado severamente a utilidade do dinheiro como meio de troca"*<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> MCKINNON, R. *op. cit.*, p.56.

Um segundo efeito que poderia compensar o efeito substituição seria uma variação na propensão média a poupar. Segundo MCKINNON, fora das razões de conveniência matemática na formulação do modelo, os autores neoclássicos supõem uma taxa de poupança independente da rentabilidade real do dinheiro, em virtude das hipóteses dos mercados de capitais operando em forma perfeita, da homogeneidade e perfeita divisibilidade de produtos e insumos, e uma demanda de dinheiro só para facilitar transações<sup>12</sup>.

A lição para o crescimento que se deriva deste modelo é que é possível haver uma influência da política monetária sobre a taxa de acumulação. Se o governo utiliza a política fiscal para aumentar o investimento, isto aumenta a propensão a poupar. Mas se além disso, essa maior despesa continua a financiar-se com emissão de dinheiro, esta aumentará a inflação, o que reduzirá a rentabilidade real do dinheiro e incentivará os possuidores de riqueza a substituir dinheiro por ativos reais em suas carteiras.

São várias as críticas que SHAW e MCKINNON realizam a estes modelos de crescimento. Em primeiro lugar questionam a sua aplicabilidade aos países subdesenvolvidos, onde a fragmentação dos mercados não permite conceber produtos e insumos como coisas homogêneas e onde a instabilidade impede sustentar a tese de uma previsibilidade perfeita dos acontecimentos futuros. Em segundo lugar, não está claro que papel joga o dinheiro quando a economia se desenvolve ao longo de um caminho de crescimento contínuo, com previsão perfeita e sem fricções. Há razões teóricas para sustentar que com tais supostos não existiria a necessidade de algo diferente ao produto homogêneo para facilitar as trocas. Isto é, há uma questão puramente lógica sobre a necessidade de que exista

---

12 MCKINNON, R. op. cit., p.55.

algo que tenha alguma das propriedades do dinheiro em tais condições.

O modelo alternativo que apresentam denomina-se abordagem da intermediação financeira. McKINNON afirma que a diferença substancial desta abordagem com a anterior é que existe uma complementariedade entre o crescimento real e o crescimento financeiro. SHAW, por outro lado, acredita que a diferença básica está no fato de o dinheiro ser considerado resultado de um processo de intermediação financeira e não como uma riqueza social líquida sem custos de produção.

Em primeiro lugar, reconhece-se a existência da segmentação dos mercados em contraste com a homogeneidade da abordagem anterior. Em segundo lugar, os horizontes temporais de decisão dos agentes econômicos são curtos devido à escassez de capital e à existência de imprevisibilidade sobre o futuro dos rendimentos dos diversos ativos. Em consequência, as oportunidades de investimento não são homogêneas e há uma avaliação de riscos subjetiva e diferente entre os distintos agentes econômicos, poupadores ou investidores.

Em terceiro lugar, o dinheiro é uma dívida emitida pelo sistema financeiro, que para fazê-la incorre em custos de intermediação. O sistema monetário é uma parte do sistema financeiro e atua atraindo poupanças das unidades superavitárias para colocá-las entre as unidades deficitárias. Ou, em outros termos, emite dívida secundária para comprar dívida primária das unidades que acumulam capital<sup>13</sup>.

---

13 Mantém-se determinados supostos sobre o mercado monetário como, por exemplo, que a taxa de inflação é determinada pela diferença entre o crescimento da oferta nominal e a procura por saldos reais. Os instrumentos de política monetária são a mencionada taxa de expansão monetária e a taxa de rendimento nominal...  
continua...

As unidades econômicas são pequenas e existem indivisibilidade no investimento, o que implica na existência de economias de escala consideráveis. Portanto, as oportunidades de investimento não são iguais para todos.

O resultado dessas diferentes oportunidades de investimento e de financiamento é uma considerável dispersão das rentabilidades marginais do capital, o que impede que se atinja o ótimo social neoclássico. O objetivo da política de desenvolvimento identifica-se, então, com o de aumentar não só a taxa de acumulação, como também melhorar a eficiência alocativa do investimento.

Tendo muitas oportunidades de investimento altamente rentáveis, várias destas não se realizam porque estão racionadas no financiamento. Não podem conseguir financiamento adicional por causa da segmentação no mercado de capitais.

No caso extremo de que as unidades econômicas não tenham nenhum acesso ao financiamento externo e só realizem investimentos baseados em recursos próprios<sup>14</sup>, um eventual desejo de atingir um determinado estoque de capital obriga-las-á a acumular poupança sob a forma de dinheiro. A possibilidade de que este tenha um rendimento real alto diminuiria os custos dessa imobilização de poupança e, em consequência, os custos do investimento. Por sua vez, a maior rentabilidade real do dinheiro concorrerá contra determinados investimentos ineficientes (de menor rentabilidade).

---

### 13 ...continuação

nal do dinheiro. Existe um efeito renda do dinheiro, mas considera-se que este atua pela via da maior eficiência no rendimento dos insumos que gera a maior monetização. O fato de que emitir dinheiro requer recursos produtivos faz aparecer certo efeito renda negativo, mas esse custo considera-se pequeno em relação ao efeito positivo do aumento da eficiência dos insumos quando a monetização é baixa.

14 McKINNON, op. cit., pp. 68-78.



melhorando deste modo a eficiência alocativa do investimento agregado.

Ou seja, ao contrário do que acontecia no modelo neoclássico tradicional, existe uma demanda de dinheiro como depósito de valor. Neste caso, trata-se de uma demanda ligada ao nível ótimo de investimento. Certamente, por outro lado, haveria uma parte desta demanda que dependeria do nível de renda permanente, do rendimento real do dinheiro, do rendimento real de outros ativos competitivos com o dinheiro, entre os quais estaria o capital e, por outro lado, devido a que só é possível investir com recursos próprios, a demanda de dinheiro dependerá do nível desejado de investimento<sup>15</sup>. Por sua vez, o investimento desejado depende dos níveis de renda, da rentabilidade real do capital e de outros ativos e do custo de acumular fundos, o qual diminuirá à medida que aumente a rentabilidade real do dinheiro. Em consequência, um aumento na rentabilidade real do dinheiro incrementará o investimento desejado e este por sua vez, elevará a demanda de saldos reais. Se a maior demanda real de dinheiro não pode ser satisfeita ao nível agregado, o investimento ficará então restringido e não atingirá o nível desejado.

Obviamente, se a rentabilidade real do dinheiro é muito elevada, a acumulação de fundos sob forma monetária deixará de ser considerada um mero expediente para atingir os níveis necessários de gastos de investimento e passará a considerar-se como uma forma alternativa de manter riqueza competindo assim com a acumulação de capital. Em termos de MCKINNON, o efeito ativo competidor do dinheiro (efeito substituição de carteira) começará a

---

15 Na verdade, isto pode ser interpretado como o motivo financiamento (finance motive) para demandar dinheiro formulado por Keynes.

predominar sobre o efeito "conduto" do dinheiro (efeito de complementação entre ativos monetários e reais). A complementação entre expansão monetária real e acumulação de capital deixará então de existir.

É fundamental o suposto que afirma que esse nível no qual os efeitos se compensam está muito longe de ser atingido pelas economias subdesenvolvidas. A fundamentação parece basear-se exclusivamente na idéia de que a escassez de capital nestas economias dá como resultado a existência de elevadíssimas taxas de rendimento real sobre a acumulação de capital enquanto, por outro lado, a rentabilidade real do dinheiro é quase sempre negativa<sup>16</sup>.

A introdução da possibilidade de financiamento externo às empresas não altera substancialmente as conclusões anteriores sobre a existência de um segmento de taxas de rendimento real do dinheiro onde há complementação entre acumulação de capital e acumulação de ativos financeiros. Ao contrário, isto opera no sentido de reforçar a hipótese. Os argumentos neste sentido são os seguintes. Em primeiro lugar, a maior liquidez do prestatário reduz os riscos do prestamista e em conseqüência os custos do financiamento externo. Em segundo lugar, essa maior liquidez permite um acrescentamento do capital próprio, e em conseqüência abre a possibilidade de que com o mesmo leverage consiga-se o acesso a uma maior quantidade de financiamento externo em termos absolutos.

Além disso há também efeitos de melhoramento na qualidade do processo de financiamento quando há uma maior monetização.

16 Para sustentar esta hipótese citam-se dados sobre a rentabilidade média do capital em várias economias subdesenvolvidas e o sucesso das experiências de liberalização financeira, particularmente no Sudeste asiático.

Parte-se da hipótese de que o financiamento pela via dos empréstimos em espécie é inferior, em sua qualidade alocativa, que o financiamento mediante instrumentos monetários, pelas mesmas razões pelas quais a troca é inferior ao intercâmbio realizado com a utilização de um meio de troca.

A argumentação precedente desenvolve-se a nível microeconômico. Quando passamos ao nível macroeconômico, observando os efeitos sobre o equilíbrio do mercado de capitais, o aumento da rentabilidade real do dinheiro opera sobre o investimento pela via de aumentar a taxa de poupança. Assim é como apresenta SHAW as diferenças entre esta visão e a neoclássica tradicional<sup>17</sup>. Afirma, em primeiro lugar, que o efeito renda da maior monetização real é importante nos países subdesenvolvidos, dado que não têm podido consolidar um mercado integrado ou (o que também chama) "área monetária". Mas o argumento fundamental é que o aprofundamento financeiro têm efeitos sobre a taxa de poupança e sobre a qualidade dos investimentos; ou seja, têm um efeito poupança e um efeito investimento.

Por efeito investimento compreendem-se os seguintes mecanismos. Em primeiro lugar, a unificação do mercado de capitais que, redundando numa menor dispersão da rentabilidade do investimento marginal, melhora a qualidade do investimento. Dentro deste mecanismo também devem englobar-se os efeitos provenientes de juntar poupança para realizar investimentos que requerem grande escala. Trata-se de um mecanismo que, dada a mesma quantidade de poupança, possibilita uma discriminação mais efetiva entre investimentos de diferentes rentabilidades. Neste mesmo sentido deve-se considerar a idéia de que o crescimento financeiro permite

17 SHAW, E. op. cit., pp. 70-77.

avaliar melhor os projetos, na medida em que o sistema financeiro estaria mais capacitado que os empresários isolados para obter informação. Não é que os intermediários financeiros encontrem novas oportunidades de investimento, já que isto os empresários sempre o fazem, senão que se encontram mais capacitados para discernir entre essas oportunidades quando sua escala de operações é maior. Em condições de repressão financeira, os empresários não teriam possibilidades de obter financiamento para realizar os investimentos.

Segundo os autores que estamos considerando, um segundo componente do efeito investimento é que a liberalização financeira permitiria uma maior estabilidade nos rendimentos reais e financeiros. Para os primeiros (ativos reais), a incidência do efeito seria um aumento no investimento desejado, pois — dada certa aversão ao risco — são maiores as oportunidades de investir que os empresários estariam dispostos a fazer. Da mesma forma operaria o efeito do aprofundamento financeiro sobre a liquidez dos investimentos. *"Seja através de intermediários ou do mercado de valores primários, os possuidores de riqueza podem obter liquidez para algumas formas de riqueza, o que eleva suas taxas de rendimento"*<sup>18</sup>.

18 SHAW, *op. cit.*, p.76. No entanto, a hipótese de que isto se conseguirá através da ampliação dos mercados de valores primários (Bolsas), entra em contradição com o que o próprio SHAW diz seguir quando diminui a importância dos mecanismos de promoção desses mercados no processo de reforma financeira. SHAW, *op. cit.*, p. 145. Pode-se afirmar que o que SHAW expressa é que o imprescindível é realizar a reforma no sistema de intermediação. Além disso, sempre é possível que a intermediação financeira em geral, bancária ou de outro tipo, opere como agente comprador e vendedor de valores primários, o que possibilitaria que aumentasse a liquidez dos investimentos sem necessidade de que exista propriamente uma Bolsa de valores.

No mesmo sentido, SUNDARAJAN, V. Debt-equity ratios of firms and interest rate policy: macroeconomic effects of high leverage in developing countries. In: *IMF Staff Papers*, v.32, n.3, pp.430-474, 1985, cita estudos sobre o desenvolvimento do Japão e da Coreia do Sul (casos de crescimento a altas taxas) que comprovam o alto e crescente nível de financiamento empresarial mediante o uso de créditos, concluindo que a falta de mercados acionários desenvolvidos não afeta adversamente o processo de poupança e investimento.

Entretanto o ponto de maior ênfase tanto para SHAW quanto para McKINNON (mais que o efeito renda da maior monetização e o efeito sobre a qualidade alocativa dos investimentos) é o efeito sobre a taxa de poupança. Em SHAW isto é claro se consideramos a pouca atenção que ele dá aos efeitos que abrem novas oportunidades de investimento em relação à ênfase com que desenvolve o efeito poupança. Por sua vez, a importância que McKINNON atribui ao efeito sobre a poupança fica opacada porque a maior parte da argumentação se realiza a nível microeconômico. Mas quando formaliza o impacto de uma reforma financeira a nível macroeconômico a partir de uma situação de repressão, o faz introduzindo como determinante da taxa de poupança um parâmetro que refletiria as condições de repressão ou liberdade financeiras<sup>19</sup>.

Em resumo, segundo esta abordagem a liberalização financeira geraria três efeitos positivos sobre o crescimento econômico: um efeito renda, resultado de que a maior monetização real permite economizar recursos nos intercâmbios, um efeito investimento, que basicamente consiste em reduzir a dispersão na rentabilidade dos investimentos, e um efeito poupança, que se traduziria numa maior propensão a poupar, como consequência da maior rentabilidade real dos ativos financeiros.

A partir destas considerações teóricas, McKINNON e SHAW recomendam um pacote de reformas financeiras que além de tudo seria apenas uma parte de um conjunto mais amplo de reformas liberalizadoras.

O elemento essencial a reformar no sistema financeiro é o monetário, cuja reforma consiste na recuperação do controle so-

---

19 McKINNON, *op. cit.*, cap. 9.

bre a oferta monetária, a estabilização dos preços e a elevação da taxa nominal de juros do dinheiro. Constitui a parte fundamental porque "o mecanismo monetário é a principal artéria do setor financeiro 'moderno' ou organizado nas condições iniciais de repressão financeira"<sup>20</sup>.

Consegue-se o aprofundamento monetário incrementando a rentabilidade real do dinheiro e uma forma de fazê-lo diretamente é elevando a taxa nominal sobre depósitos, Mas — dada a relutância em modificar as taxas de juros nominais e a impossibilidade de pagá-las sobre algumas formas de dinheiro como o papel-moeda — é necessário reduzir o nível e a variabilidade da taxa de inflação, assim como aumentar os serviços que o sistema monetário oferece a poupadores e emprestadores. A redução na variabilidade da inflação reduz os riscos dos ativos financeiros em geral, assim como os riscos dos emprestadores e prestamistas, estimulando o mercado de capitais<sup>21</sup>.

A reforma monetária deve compreender também aspectos organizativos do sistema monetário como a designação não ambígua da autoridade monetária, o estímulo à concorrência bancária, a atuação de bancos públicos como bancos líderes ou testemunhas, empurrar as instituições creditícias públicas que não captam fundos no mercado financeiro (ou seja, que não são propriamente bancos) a converter-se em bancos e a reintegração do sistema informal de crédito no sistema formal (o "branqueamento" do mercado de capitais).

Mas a reforma financeira pode também incluir diversos mecanismos de estímulo ao mercado de valores privados ao longo prazo e à diversificação de ativos e intermediários financeiros. No

---

20 McKINNON, op. cit., p.246.

21 SHAW, op. cit., pp.114-118; McKINNON, op. cit., p.120.

entanto, e particularmente SHAW, é bastante cauto nesta parte da reforma, pois considera que "as economias atrasadas reprimidas não têm nada a ganhar adicionando a parafernália do financiamento a longo prazo a seus sistemas financeiros (já que) as ações não são uma defesa contra a inflação alta e instável, nem o é a indexação de títulos e hipotecas"<sup>22</sup> e "a intermediação homogênea (por bancos comerciais) em conjunção com um mercado de letras do Tesouro têm capacidade para alocar poupanças entre oportunidades de investimento de diferentes setores e áreas em forma mais seletiva. A questão óbvia é não impor a homogeneidade ou proibir a especialização, mas sim criar o ambiente no qual a tecnologia superior vence"<sup>23</sup>, para o que torna-se imprescindível a estabilização. Daí que ambos autores enfatizem a necessidade de que a estratégia para atingir o desenvolvimento pela via do aprofundamento financeiro seja acompanhada por políticas de estabilização.

## 2.2. Elementos teóricos alternativos para a crítica

Esta seção resenha algumas abordagens teóricas que oferecem uma perspectiva menos otimista sobre os resultados da liberalização financeira. Em primeiro lugar, consideram-se os resultados de alguns modelos teóricos diretamente inspirados nas reformas financeiras do Cone Sul. Em segundo lugar, consideram-se algumas idéias sobre a instabilidade financeira, elaboradas por Minsky inspiradas em Keynes.

A primeira resenha se justifica por estar inspirada diretamente nos processos de reforma do Cone Sul e por estar explicitamente concebida como uma crítica às hipóteses de SHAW e

---

22 SHAW, op. cit., p. 145.

23 SHAW, op. cit., p. 141.

McKINNON. A segunda parte se justifica pela escassa atenção prestada por os autores em questão à fragilidade financeira, e pelo facto de que depois de certo período os sistemas financeiros desses países passaram de uma situação de repressão a outra de crise.

### 2.2.1. Modelos tobinianos dos impactos da liberalização financeira

Alguns autores têm desenvolvido certos modelos que pertencem à estirpe dos de TOBIN e BRAINARD<sup>24</sup> e TOBIN<sup>25</sup> para obter resultados diferentes dos de McKINNON e SHAW sobre o impacto da liberalização financeira sobre o crescimento económico. Nesta seção comentaremos brevemente os trabalhos de TAYLOR<sup>26</sup> e van WIJBERGEN<sup>27</sup>. Também, e na mesma linha de trabalho, ARELLANO<sup>28</sup> adapta os modelos anteriores para explicar certos resultados específicos do processo chileno de liberalização financeira. Porém, cabe assinalar que em grande parte estes resultados são comuns aos processos de liberalização do resto do Cone Sul. Em todos os casos trata-se de exercícios de estática comparada que procuram medir o sinal do impacto dos aumentos na taxa de juros controlada.

---

24 TOBIN, James & BRAINARD, William. Financial intermediaries and the effectiveness of monetary policy. In: American Economic Review, v.53, nº2, pp.383-400,, 1963.

25 TOBIN, James. A general equilibrium approach to monetary theory. In: Journal of Money, Credit and Banking. v.1, pp.15-29, fevereiro, 1969.

26 TAYLOR, Lance. Structuralist macroeconomics applicable models for the third world, cap. 5, New York, Basic Books, 1983.

27 van WIJBERGEN, Sweder. Credit policy, inflation, and growth in a financially repressed economy. In: Journal of Development Economics. Amsterdam, v.13, pp.45-65, agosto-outubro, 1983.

28 ARELLANO, José P. De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile 1974-83. In: Colección Estudios CIEPLAN, 11, dezembro, 1983.



O novo em TAYLOR e van WIJBERGEN é que colocam um modelo onde as empresas acodem ao mercado informal de crédito e ao sistema financeiro formal para o financiamento de seu capital fixo e de seu capital de trabalho. As diferenças básicas entre o sistema formal e o informal são duas: o primeiro tem taxas de captação controladas e requisitos de recolhimentos compulsórios sobre seus depósitos, enquanto o segundo tem taxas determinadas pelo mercado e utiliza toda a sua capacidade creditícia para canalizar fundos para as empresas.

As unidades familiares alocam sua riqueza em três tipos de ativos: os depósitos do sistema financeiro formal, os empréstimos às empresas (que constituem o sistema informal de crédito) e um ativo improdutivo, de preço flexível e oferta fixa, que é objeto de especulação<sup>29</sup>.

Em condições de pleno emprego da capacidade produtiva, o modelo determina o nível de preços, a taxa de juros no mercado informal e a taxa de rentabilidade do ativo improdutivo<sup>30</sup>.

Nestas condições é muito provável<sup>31</sup> que ao aumentar a taxa de juros controlada, a taxa de juros dos mercados informais suba em vez de baixar, como seria a hipótese correspondente aos modelos de MCKINNON e SHAW, provocando então uma redução no ritmo do crescimento econômico.

---

29 Este ativo reuniria as características de ativos tais como terras, ouro ou divisas.

30 Uma extensão do modelo para o caso de mark-up flexível sem pleno emprego da capacidade produtiva é sugerida por TAYLOR, obtendo aproximadamente os mesmos resultados, pelo qual a hipótese de pleno emprego deve considerar-se como simplificadora.

31 Requerem-se certos valores particulares em alguns parâmetros para obter este resultado, mas eles são plausivelmente os mais frequentes nos países subdesenvolvidos.

A lógica econômica deste resultado depende crucialmente da existência de maiores coeficientes de recolhimento no sistema financeiro formal. Na medida em que o aumento na taxa de juros controlada desloca fundos do mercado informal para o sistema bancário, uma fração desses fundos se destinaria então à constituição de recolhimentos compulsórios no Banco Central, com o que diminuiria a oferta global de fundos às empresas, aumentando assim a taxa de juros sobre empréstimos<sup>32</sup>.

ARELLANO afirma que as mudanças de carteira por parte do público foram, sem dúvida, um traço típico dos processos de liberalização financeira, mas não concorda com que tenham sido os principais determinantes da elevação nos custos financeiros reais das empresas.

No seu modo de ver, o impacto principal da liberalização financeira não se dá tanto pelo lado dos passivos do sistema bancário quanto dos ativos, isto é, o fundamental foi a eliminação das normas que regulavam o uso que os bancos faziam dos depósitos. Isto, somado a certas especificidades do caso chileno, no qual a liberalização financeira se deu paralelamente a um processo de maior controle dos bancos por parte de grandes conglomerados, implicou que os fundos fossem utilizados com fins especulativos e com o propósito de expandir e financiar atividades controladas por

---

32 Obviamente, se a taxa de recolhimento compulsório é muito pequena ou se as mudanças de carteira provocadas pela liberalização financeira induzem a um maior deslocamento da carteira de ativos improdutivos a depósitos em comparação com o deslocamento de ativos do mercado informal para depósitos, é possível que a taxa de juros diminua. É óbvio que tanto MCKINNON como SHAW assinalariam a necessidade de reduzir os recolhimentos para estimular a intermediação financeira formal. Isto é reconhecido por TAYLOR, *op. cit.*, p.124, nº14, mas argumenta que esta medida, assim como a maior captação de fundos de ativos improdutivos tem efeitos similares que os de uma expansão monetária, o que torna equivalente a política monetária expansionista à liberalização financeira.

esses conglomerados. Ou seja, houve uma expansão da demanda de crédito e de ativos improdutivos, o que elevou a taxa de juros e o preço desses ativos. Formalmente, introduz uma demanda de crédito para financiar posições em ativos improdutivos no modelo de TAYLOR e van WIJBERGEN.

Estes modelos ao colocarem ênfase nas diversas mudanças de carteira provocadas pela liberalização financeira e dar conta dos elevados custos financeiros reais que prevaleceram nas reformas mostram, sem dúvida, alguns aspectos relevantes do processo. Não podem, no entanto, ser considerados como uma explicação completa do mesmo e, em particular, da crise financeira que sucedeu a todas as experiências. Esta falta advém naturalmente da característica de serem modelos deterministas utilizados para estática comparativa.

É assim que ARELLANO, na descrição de como se chegou à crise financeira chilena, introduz uma série de considerações *ad hoc*, não incluídas no modelo antes resenhado, para explicar a expansão do endividamento empresarial. Essas considerações adicionais tem a ver com a existência de expectativas triunfalistas nas empresas e com o rebaixamento dos critérios de seleção de carteira por parte dos bancos.

Do mesmo modo, TAYLOR<sup>33</sup> assinala que o modelo visualiza somente as conseqüências de curto prazo num contexto onde as expectativas são exógenas. Se se tenta torná-las endógenas mediante um esquema de formação adaptativa, as conseqüências podem derivar em cenários de crises financeiras. Assim, por exemplo, se a reforma financeira conduz a um aumento da taxa real de juros e dos preços dos ativos, isto pode levar a crescentes deslocamentos

33 TAYLOR, op. cit., p.103.

da carteira de créditos informais para os ativos improdutivos e os depósitos, e inclusive, numa segunda etapa, só para os primeiros. O resultado é uma borbulha que acaba em crise financeira, ao estilo das que resenha KINDLEBERGER<sup>34</sup> na história econômica.

Em consequência, parece necessário considerar os aspectos vinculados à instabilidade financeira para compreender os processos de liberalização financeira no Cone Sul.

### 2.2.2. Minsky e a fragilidade financeira

A hipótese central sustentada por MINSKY é que uma economia capitalista moderna se caracteriza por uma estrutura de relações financeiras que a levam a cada tanto tempo, a uma situação de fragilidade ou vulnerabilidade<sup>35</sup>. Sua hipótese inspira-se na Teoria Geral de KEYNES, particularmente no capítulo 12.

Seu ponto de partida é um esquema de análise das relações financeiras. Realiza uma taxonomia das formas de financiamento das unidades econômicas na base das características de seus fluxos de caixa. As relações financeiras herdadas do passado são as que determinam a relativa estabilidade ou instabilidade financeira da economia. Numa economia capitalista, as empresas e todas as unidades econômicas em geral, realizam contratos para financiar suas posições de equities e de bens duráveis. Esses compromissos

---

34 KINDLEBERGER, Charles. Manias, panics and crashes. New York, 1978.

35 Apesar de que MINSKY utiliza ambos conceitos como se fossem sinônimos, cabe esclarecer que, na verdade, a sua análise trata da fragilidade financeira. Esta deve ser diferenciada da instabilidade no que tange à potencialidade. Um sistema financeiro mais frágil têm maiores probabilidades de se tornar instável frente a um choque externo. Neste sentido, a análise de MINSKY não proporciona uma teoria endógena da instabilidade, como assinalou DREIZEN, Julio. Fragilidad financiera e inflación. Buenos Aires, Estudios CEDES, 1985.

financeiros estipulam determinados calendários de pagamentos futuros, tanto por conceito de amortizações (A) como de juros (I). Para fazer frente a esses pagamentos futuros estão os fluxos de renda esperados de caixa (Y). Esses fluxos estão compostos primordialmente por lucros brutos, no caso das empresas, ou seja, pela corrente de lucros operativos gerados pelas vendas da produção realizada na base do uso dos ativos, por salários no caso das famílias, por impostos no caso do governo e pelo fluxo advindo de ativos financeiros no caso das instituições financeiras<sup>36</sup>.

Comparando os lucros operativos líquidos gerados pela atividade usual da empresa num período determinado, com os compromissos financeiros aos que têm que fazer frente nesse mesmo período, podem-se estabelecer três casos possíveis<sup>37</sup>:

a) o financiamento coberto, quando  $Y_t \geq A_t + I_t$ . Se esta relação se cumpre para todos os períodos futuros, o valor presente da empresa (que surge de descontar os fluxos de lucros líquidos e de pagamentos futuros) é positivo independentemente dos valores que assuma a taxa de juros, ou seja, a empresa é solvente para qualquer taxa de juros. Por conseguinte, está isolada das mudanças na taxa de juros e a única forma pela qual pode entrar em inadimplência é por uma queda nos lucros líquidos.

b) o financiamento especulativo, que acontece quando  $Y_t < A_t + I_t$ , isto é, quando os lucros líquidos correntes não são suficientes para cobrir os compromissos financeiros que vencem nesse período, o qual torna necessário obter crédito adicional pa-

36 A posse de ativos financeiros que proporcionem um fluxo de renda corrente ou que funcionem como reserva de valor para fazer frente às obrigações é considerada secundariamente na análise de MINSKY, exceto para o caso das instituições financeiras.

37 MINSKY, Hyman. Can "it" happen again? Essays on instability and finance. New York, M.E. Sharpe, 1982, pp.22-29.

ra evitar a inadimplência.

c) como caso particular do anterior, mas que tem especial destaque nas situações de crise financeira, está o financiamento Ponzi, que se dá quando  $Y_t < I_t$ , isto é, quando os lucros correntes nem sequer podem fazer frente aos juros da dívida acumulada. Então, para evitar a inadimplência não basta com reprogramar vencimentos da dívida passada, senão que se faz necessário recorrer a financiamento adicional para cobrir parte de ou todos os juros da dívida.

Tanto o financiamento especulativo como o financiamento Ponzi não implicam necessariamente uma situação financeira inadimplente. Isto e, podem constituir fases normais de um projeto de investimento rentável a longo prazo. É óbvio que um projeto de investimento de lenta maturação, financiado em boa parte com fundos externos, passará necessariamente ao princípio por uma etapa de financiamento especulativo ou inclusive Ponzi.

Uma unidade solvente com financiamento especulativo caracteriza-se por ter período de déficit financeiro, geralmente no futuro imediato, e períodos com superávit financeiro, geralmente no futuro distante. A atualização desses déficits e superávits dá lugar ao valor atual positivo da empresa. Porém, uma subida na taxa de desconto afeta proporcionalmente mais aos fluxos futuros positivos, de modo que a unidade está exposta a reversões na sua solvência.

Outra característica das unidades com financiamento especulativo é que para cumprir com a restrição financeira nos períodos em que seus lucros líquidos são inferiores aos pagamentos por juros e vencimentos de dívida, devem apelar a reprogramações de dívida ou contratar dívida nova. Isto pode alterar o valor presente da empresa, pois é possível que a nova dívida se contrate

a taxas de juros diferentes, ou que não se consiga financiamento. Em outras palavras, a empresa está exposta às mudanças que se produzem nos mercados financeiros.

O aspecto que MINSKY deseja sublinhar com esta classificação de estruturas financeiras é a vulnerabilidade que as unidades econômicas apresentam perante mudanças no meio ambiente. É óbvio que a unidade que se financia de modo coberto estará relativamente mais isolada de choques financeiros ou reais. Os primeiros podem ser provocados por uma elevação das taxas de juros ou por um corte abrupto no fluxo de crédito. Por choques "reais" quer-se assinalar que a continuidade no fluxo de pagamentos também pode ver-se comprometida por mudanças que se derivem do entorno real, isto é, das condições que permitem obter os lucros operativos. Em outros termos, a procura de fundos externos das unidades especulativas e Ponzi é altamente inelástica às taxas de juros, posto que da continuidade do acesso ao mercado financeiro depende que não entrem em cessação de pagamentos (a menos que, alternativamente, liquidem ativos).

Desde o ponto de vista das empresas, o fluxo de lucros brutos (incluindo pagamento de juros mas excluindo impostos) é então a variável chave cuja determinação, nos termos de MINSKY "válida" ou não (torna possível ou não) uma determinada estrutura financeira. O mesmo acontece com os fluxos de renda reais das famílias e do governo, mas à diferença das empresas, estas unidades ou têm escasso peso no conjunto das dívidas ou a evolução de suas rendas está subordinada à evolução dos lucros das empresas.<sup>38</sup> "A criação e validação de dívidas pelas famílias e o gover-

<sup>38</sup> MINSKY fundamenta-se, neste ponto, nas relações causais colocadas por KALECKI na base dos agregados das contas nacionais. Nelas, a dinâmica macroeconômica depende exclusivamente do investimento e, por conseguinte, de seus determinantes.

no podem modificar, mas não causar o comportamento cíclico nas economias capitalistas"<sup>39</sup>.

Assim, a fragilidade financeira do conjunto da economia poderia mensurar-se pelo peso relativo que têm as diversas formas de financiamento num determinado momento e em particular, por seu papel determinante, das diferentes estruturas financeiras das empresas. Quanto mais pesarem as unidades com financiamento especulativo e Ponzi, mais vulnerável financeiramente será a economia, e inversamente quanto mais pesarem as unidades com financiamento coberto, mais sólida será financeiramente a economia.

MINSKY não se limita a definir a fragilidade financeira, senão que concebe uma hipótese sobre sua evolução no ciclo. "Ao longo de um período de bons anos o peso na estrutura financeira das empresas da dívida de curto prazo aumenta e o peso do dinheiro nas carteiras declina. Dessa maneira, há um deslocamento na proporção de unidades com diferentes estruturas financeiras — e o peso do financiamento especulativo e Ponzi aumenta durante um período de bons anos"<sup>40</sup>.

"Assim, durante o transcurso de um boom observa-se uma experimentação em obrigações em três níveis. As empresas comprometem-se de modo mais forte no financiamento com dívidas, as famílias e as empresas reduzem seus saldos de dinheiro e suas poses de ativos líquidos em relação a suas dívidas, e os 'bancos' aumentam seus empréstimos às custas de suas possessões de títulos, especialmente de dívida pública (...)"

"Durante um boom, a demanda especulativa de dinheiro cresce e, nas carteiras, pesam mais fortemente as que se embassam

---

39 MINSKY, H., op. cit., p.23.

40 MINSKY, H., op. cit., p.29.



em posições financiadas com dívidas. Os donos de ativos de capital comprometem maiores proporções de seus fluxos esperados de caixa gerados nas operações (...), para pagar seus compromissos financeiros (...). Os bancos acrescentam suas posses de empréstimos às custas dos investimentos e aumentam sua escala de operações mediante a administração ativa de seus passivos para uma dada quantidade de reservas. As famílias e as empresas substituem dinheiro por ativos financeiros não monetários como reservas líquidas"<sup>41</sup>.

Ou seja, produz-se uma série de substituições nas carteiras de ativos e passivos dos diversos agentes econômicos que se encaminham a diminuir a liquidez de seus ativos e aumentar as relações dívida/capital. Ou, em outros termos, aumenta a proporção de unidades especulativas e Ponzi no conjunto do sistema. Estes movimentos tem por base as mudanças no (que MINSKY chama, utilizando a terminologia de Keynes,) estado da confiança e o estado do crédito (que é o estado da confiança das instituições financeiras)<sup>42</sup>.

O maior acesso ao crédito provoca uma elevação nos preços dos ativos e um aumento do investimento, o que, por sua vez, repercute numa maior demanda de crédito e permite a validação dos esquemas de financiamento (na medida em que, segundo as hipóteses kaleckianas, à maior investimento maiores lucros).

Mas chega um ponto em que algo desencadeia a reversão do ciclo. Algumas unidades não podem fazer frente a seus vencimentos e o estado de confiança cai, caindo o investimento. Inicia-se então o processo de deflação de dívidas (usando as palavras de

<sup>41</sup> MINSKY, H., John Maynard Keynes. New York, Columbia U.P. 1975, pp. 123-124.

<sup>42</sup> KEYNES, John M. Teoria general de la ocupación, el interés y el dinero. México, Fondo de Cultura Económica, 1947, p.136 e p. 144.

Fisher). As empresas desprendem-se de ativos de reserva para reduzir a relação dívida/capital, mas esses sofrem uma queda geral de preços, que agrava os problemas financeiros.

Na idéia de fragilidade financeira há uma série de hipóteses implícitas ao respeito da formação de expectativas dos agentes econômicos. Uma interpretação por analogia dessas hipóteses foi dada por Flemming num comentário crítico sobre MINSKY<sup>43</sup>: há um mecanismo similar em epidemiologia quando — durante sucessivos anos — uma comunidade livre de um vírus reduz sua participação em campanhas de imunidade, com o que a aparição desse vírus pode tornar-se mais violenta. Quer dizer, pressupõe-se uma certa irracionalidade nas expectativas, na medida em que há um esquecimento do passado mais remoto: "(...) a recuperação começa com uma forte memória dos castigos sofridos devido às posições de passivos durante a deflação de dívidas e com as estruturas de passivos que foram purificados de dívidas. Porém, o sucesso gera intrepidez e, com o tempo, a memória do desastre passado erode-se"<sup>44</sup>.

Sem pretender uma generalidade aplicável a qualquer circunstância, KINDLEBERGER<sup>45</sup> toma alguns elementos de MINSKY para traçar um quadro comum de diversas crises financeiras. Os acontecimentos que desembocam numa crise começam com um deslocamento ou choque externo ao sistema (pode ser uma descoberta, uma colheita excepcional, uma mudança de política, uma guerra). Se este acontecimento provoca grandes lucros em alguns setores, começará um boom. Mas o boom requer expansão do crédito para a sua continui-

---

43 MINSKY, Hyman. The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behaviour of the economy. In: Nebraska Journal of Economics and Business. v.16, pp. 13-47, 1977.

44 MINSKY, H. John..., p.127.

45 KINDLEBERGER, Ch. op. cit. m cap.2.

dade. Esta expansão pode ser produto de uma política monetária passiva, mas também, segundo a análise de MINSKY, do aumento da confiança dos diversos agentes que os leva a fazer várias substituições de carteira, promovendo uma expansão creditícia endógena.

Em determinado momento, quando as expectativas em alta se retroalimentam e se expandem pelo resto da economia, entra-se na fase da euforia que se caracteriza fundamentalmente pelo aumento de preços dos ativos, produtivos ou não. Surge então uma borbulha que se retroalimenta ao entrar — na euforia — agentes que não têm vinculação direta como o boom inicial nem prática habitual na especulação. O boom se desloca a outros ativos não relacionados com a expansão inicial.

Mas a certa altura, alguns agentes percebem claramente a impossibilidade de que todos realizem os lucros esperados e se retiram do mercado, iniciando a fase declinante. Surge então a etapa da angústia financeira daqueles agentes que vêem cair, subitamente, primeiro os preços de seus ativos e as rendas depois, e nada podem fazer frente aos compromissos financeiros adquiridos. Começa a carreira à liquidez, com violentas substituições de carteira para os ativos seguros, provocando uma queda ainda maior nos preços dos ativos. É a fase do pânico ou descrédito, que se autoalimenta da mesma forma que a borbulha.

Estas descrições sobre os fenômenos de instabilidade financeira importam porque se destaca o papel da incerteza e as consequências das expectativas nas grandes e súbitas substituições de carteira por parte dos agentes econômicos. Tem implícitas hipóteses sobre a irracionalidade na formação de algumas expectativas. Estas idéias são importantes num contexto onde há alta inflação (e por conseguinte alto grau de incerteza sobre preços re-

lativos e horizontes de cálculo a curto prazo) e mudanças importantes nas normas dos mercados financeiros. Daí sua relevância para a análise do processo de liberalização.

### 2.3. Hipóteses de trabalho para interpretar a liberalização financeira uruguaia

A hipótese principal a partir da qual se analisa o processo de reforma no Uruguai é que a liberalização financeira poderia eventualmente ter favorecido alguma recuperação nos níveis de investimento. O mecanismo através do qual essa liberalização operou favoravelmente teria sido o de eliminar a restrição sobre o acesso ao crédito de algum número de empresas. No entanto, esse maior impulso ao investimento foi acompanhado de maior fragilidade financeira; o sistema econômico se tornou mais vulnerável aos choques externos<sup>46</sup>.

No contexto altamente inflacionário que caracterizou à economia uruguaia desde meados dos anos 50, as expectativas dos agentes privados com respeito ao investimento produtivo e em geral sobre a distribuição da carteira estão dominadas pela alta incerteza sobre o longo prazo. A resultante é que o horizonte de formação de expectativas assim como a longitude de contratos é muito curto.

A liberdade na alocação da carteira de créditos por parte dos bancos (um elemento definatório da reforma financeira) e a expansão da intermediação financeira criaram um ambiente no qual

---

46 Por choques externos macroeconômicos entendem-se tanto as mudanças no contexto internacional como as modificações na política econômica que alteram o funcionamento dos principais mercados.

as decisões de investimento podem cristalizar-se em ativos fixos, em contraste com o período prévio, onde a intermediação financeira era baixa e não havia plena liberdade para alocar fundos. Esta possibilidade implica que as mudanças nas expectativas sobre rentabilidade marginal do investimento em ativos fixos influam mais na estrutura de financiamento das empresas. Mas como essas expectativas realizam-se sobre horizontes muito curtos e num sistema onde os choques externos e, em particular, as mudanças nos preços relativos são muito freqüentes, a possibilidade de imobilizar fundos e contratar dívida a curto prazo dá lugar à possibilidade de que surjam situações de inadimplência. Isto acontece porque os preços relativos a curto prazo não se mantêm estáveis o tempo suficiente como para "validar" as decisões de investimento tomadas.

Em outras palavras, dada uma mesma variabilidade nos choques externos, estes tem um menor impacto sobre a criação de capacidade produtiva se não encontrarem formas de plasmar-se pela escassez de crédito ou pelas regras que regulam a sua distribuição. A liberalização financeira, então, teria promovido o investimento, mas o tornou também mais instável.

## CAPÍTULO III

### A REFORMA FINANCEIRA E SEU CONTEXTO MACROECONÔMICO

O objetivo deste capítulo é oferecer uma descrição do contexto econômico no qual se impõe o processo de reforma financeira, iniciado em 1974, assim como realizar uma breve apresentação dos principais componentes da mesma.

A descrição do contexto econômico inclui tanto uma apresentação dos principais traços da evolução econômica do Uruguai prévia a 1974 assim como seus desdobramentos posteriores. Em referência ao período da reforma financeira delimitam-se, em particular, as diversas fases pelas quais atravessou a política econômica. Apresentam-se também as características institucionais e a evolução do sistema financeiro uruguaio em ambos os períodos.

A descrição do período anterior à reforma inicia-se em 1955. Isto se deve tanto a razões de disponibilidade de informação quanto ao respeito aos critérios habituais de periodização da economia uruguaia.

#### 3.1. Panorama da evolução econômica em 1955-1972

A economia uruguaia se caracterizou, assim como várias outras economias da América Latina, por ter impulsionado um processo de industrialização por substituição de importações nos anos posteriores à crise de 1929. No Uruguai, o ritmo de industrialização atingiu seu auge no imediato post-guerra, quando — entre 1945 e 1955 — a indústria cresceu a 7,5% anual. Depois desta data, a economia entra numa situação de estagnação até começos da

década de 70. O PIB cresce a um ritmo de 0,8% anual entre 1955 e 1974.

O setor industrial surgido desse processo estava composto predominantemente por manufaturas leves, destinadas ao consumo ou à produção intermediária para o mercado interno. A eles tem-se que agregar os setores industriais processadores dos principais produtos primários, provenientes da pecuária, cuja produção se destinava à exportação (frigoríficos, têxteis e curtidores). As exportações constituíam-se em sua quase totalidade, de produtos dessa origem: carnes, couros e lãs respondiam por 61% das exportações no período 1955-74. Merece destaque o fato de que a produção pecuária mantinha-se estagnada desde os anos 30, o que com o aumento do consumo interno, foi reduzindo progressivamente os saldos exportáveis.

A situação de estagnação tem sido atribuída, no caso da pecuária, à falta de rentabilidade das alternativas tecnológicas disponíveis para aumentar a produtividade da terra. No caso da indústria, a estagnação também tem sido explicada pela escassa rentabilidade de continuar expandindo-se para o mercado interno, dando seu pequeno tamanho e as condições tecnológicas das novas plantas, unidas à sua falta de competitividade nos mercados externos<sup>1</sup>.

O período 1955-1973 se caracterizou, além disso, pelo surgimento da inflação, contínuas crises cíclicas de balanço de pagamentos, um salário real estagnado e lutas distributivas em crescente aumento. A política econômica de curto prazo oscilou permanentemente entre um esquema expansivo de tipo keynesiano tra-

---

1 INSTITUTO DE ECONOMIA. El proceso económico del Uruguay. Montevideo, Universidad de la República, 1969.

dicional, sobretudo quando a relação de troca era favorável e aliviava a restrição externa, e um esquema estabilizador ortodoxo que se impunha pela força dos desequilíbrios externos a que dava lugar a fase expansiva anterior e/ou deterioro da relação de troca. Além disso, os condicionamentos políticos internos das políticas expansivas tem sido óbvios, pois em quase todos os casos se registraram em anos pré-eleitorais.

Os principais acontecimentos a destacar neste período são os seguintes<sup>2</sup>. A meados dos anos 50, depois de uma queda da relação de troca ao finalizar a Guerra da Coreia (25% entre 1954 e 1957), os problemas de balanço de pagamentos obrigam sucessivamente a aumentar as restrições às importações dentro do esquema de controle de câmbios e taxas de câmbio diferenciais. Porém, não se consegue corrigir os desequilíbrios e a pressão sobre as reservas internacionais continua e obriga, além do mais, a sucessivas desvalorizações discretas. A inflação — que passa a ser presença constante na segunda metade da década — fica por cima dos dois dígitos, numa média de 35% anual. Desde o ponto de vista real, a economia tinha entrado em recessão.

A primeira mudança de política se verifica com a tentativa de liberalizar o comércio exterior a fins de 1959 (com a lei de Reforma Monetária Y Cambiaria) que, no substancial, pode resumir-se como um abandono do regime de taxas de câmbio múltiplos e de imposição de quotas às importações, e sua substituição por um mercado de câmbios livre com taxa fixa e mecanismos alfandegários

---

2 Nesta descrição segue-se no substancial a INSTITUTO DE ECONOMIA. op. cit.; MACADAR, Luis. Uruguay 1974-1980 un nuevo ensayo de reajuste económico?. Montevideo, CINVE-Banda Oriental, 1982; NOTARO, Jorge. La política económica en Uruguay 1968-1982. Montevideo, CIEDUR, 1984; e NOYA et alii. Política económica: 25 años de fracasos. In: CINVE, La crisis económica y el problema nacional. Montevideo, CINVE-Banda Oriental, 1984.



de proteção. Por outro lado, estabeleciam-se importantes impostos às exportações. Em vista de tal substituição, tem sido questionada como real tentativa de liberalização do comércio exterior<sup>3</sup>.

Desde o ponto de vista da alocação de recursos, a política econômica buscava a um crescimento baseado nos setores pecuários exportadores tradicionais. O diagnóstico que fundamentava essa política se baseava na idéia de que a industrialização tinha forçado as relações de preços entre o agro e a indústria de tal modo que prejudicava a rentabilidade do primeiro, e conseqüentemente suas possibilidades de expansão.

No entanto, logo depois da forte desvalorização real inicial — que implicou efetivamente um repasse de renda para o setor agropecuário e uma queda do salário real — as relações de preços voltaram aos níveis anteriores já em 1961. A substituição de mecanismos de proteção não alterou a competitividade da indústria substitutiva e o modelo de longo prazo continuou sendo o mesmo.

Na perspectiva da política de curto prazo, o objetivo central tinha sido o equilíbrio externo e a estabilização, ambos objetivos declarados no plano de estabilização apoiado pelo FMI. Em relação ao primeiro, apesar de terem crescido as exportações, a eliminação das quotas às importações (depois de vários anos de restrições) fez com que estas crescessem aceleradamente. O déficit comercial foi compensado com superávit nos serviços e com endividamento externo do setor privado até 1961. Em 1962, reaparece com grande intensidade a fuga de capitais e deve-se apelar ao endividamento público. No que tange à inflação, depois do impacto inicial da má desvalorização em 1960, começou a decrescer. Porém, a manu-

---

3 FAIRCOW, María del Rosario. La reforma cambiaria y monetaria y el proceso económico uruguayo: 1959/1962. In: Revista de Economía, Montevideo, BCU, v.1, nº2, pp.29-85; 1986.

tenção da taxa de câmbio nominal gerou desequilíbrios externos importantes por volta de 1962. Por outro lado, a política fiscal, que tinha sido restritiva, tornou-se expansiva também em 1962, ano eleitoral.

Como consequência dos desequilíbrios acumulados até 1963, faz-se necessário aplicar uma política mais restritiva em termos de comércio exterior. É assim que se desvaloriza fortemente o peso, estabelece-se um mercado duplo de câmbios, impõem-se restrições ao crédito a determinadas importações, etc. De certa forma representa uma volta parcial às políticas anteriores a 1959. No entanto, o peso do endividamento externo a curto prazo (contraído para fazer frente à queda de reservas em 1962) obriga a sucessivas refinanciações e novas medidas restritivas. Em 1965, a crise cambial atinge grandes proporções e opera-se um retorno às políticas ortodoxas do FMI. O desempenho do balanço comercial permite alguma folga mas, pouco depois, a fuga de capitais faz com que o balanço de pagamentos torne-se novamente negativo. Daí em diante, a fuga de capitais será um elemento permanentemente presente nas dificuldades de balanço de pagamentos.

Com a mudança de governo, a começar de 1967, tenta-se inicialmente um retorno à política de controle de câmbios mas, já em novembro, volta-se a um acordo com o FMI, no marco de uma inflação anual que superava os três dígitos. A aplicação da política ortodoxa do FMI, a partir de fins de 1967, não conseguiu frear a inflação senão até que se aplicou um congelamento de preços no meados de 1968. O congelamento conseguiu seus fins estabilizadores durante o resto de 1968 e em 1969, mas a inflação reapareceu (lentamente) em 1970 e depois a altos níveis em 1971, agora num contexto de política expansiva, onde os objetivos de estabilização ti-

nham sido abandonados. A resposta do balanço comercial é inicialmente positiva, devido também a uma melhora na relação de troca. Mas a manutenção da taxa de câmbio nominal deu lugar a partir de 1970, a um contínuo deterioro do balanço de pagamentos, apesar de que progressivamente foram se impondo medidas restritivas no mercado cambial.

Desde o ponto de vista real, a política econômica de 1968-1971 procurou novamente uma redinamização através dos setores exportadores tradicionais, especialmente a pecuária de corte, que atravessava uma fase de alta nos preços internacionais. Porém, depois de um leve crescimento do PIB durante 1968-1970, baseado fundamentalmente na agricultura, este volta a cair em 1971.

Dessa maneira, os desequilíbrios externos (gerados em 1971) dão lugar, em 1972, a uma nova virada no sentido de uma política contrativa e de estímulos às exportações. Nos anos 1972-73 vai-se desenhando uma estratégia econômica que, plasmada no Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) 1973-1977, terá sua aplicação mais contundente a partir de 1973. Ela se baseará no progressivo abandono do intervencionismo estatal que teria atingido seus máximos níveis com o congelamento de preços de 1968 e continuado como controle generalizado de preços dos anos seguintes.

No entanto, a passagem para uma política mais liberal foi progressiva — como já se disse — e muito lenta. Os anos 1972-1973 podem ser considerados um interregno entre o período anterior e o que sucederá a partir de 1974. Desde o ponto de vista do longo prazo, a política procurava outorgar um maior papel aos mecanismos de mercado na alocação de recursos. Isto se compreendia na abertura comercial e a redução da atividade econômica do Estado, bem como sua menor intervenção nos mercados. Desde o ponto de vista

do curto prazo, perseguiram-se objetivos de estabilização e equilíbrio externo.

Entre as principais mudanças de política econômica destes anos cabe assinalar a adoção de um regime de taxa de câmbio deslizando depois, de uma maxidesvalorização inicial em março de 1972. Desde o ponto de vista produtivo, a aposta do PND e da política iniciada em 1972 era a de um crescimento baseado nas exportações, onde as de caráter tradicional tinham ainda o principal papel.

A evolução favorável da relação de troca nos anos do auge internacional dos preços das matérias primas prometeu melhorar a situação externa e iniciar alguma mínima redução das restrições às importações. Algumas tendências iniciadas neste período adquirirão maior vigor posteriormente, tais como o início de uma corrente de exportações não tradicionais e a concentração da renda.

O endurecimento das condições externas, entre fins de 1973 e meados de 1974, com a queda nas relações de troca de 65% em dois anos, será o que porá fim às políticas anteriores e dará lugar ao início do que se tem chamado de "experiência neoliberal".

Em síntese, a evolução econômica de 1955-1973 caracteriza-se pelo fraco crescimento produtivo, inflação e persistentes problemas de balanço de pagamentos, num marco social crescentemente conflitivo. As tentativas sucessivamente frustradas da política econômica foram progressivamente no sentido de impor um crescimento baseado nas exportações e, em particular, das tradicionais, como modo de superação da estagnação e das restrições de divisas. A crise dos anos 1973-1975 nos mercados internacionais dos produtos primários, conjuntamente com a adoção de um programa de cunho mais liberal, significaram uma importante mudança de rumo a partir de 1974.

### 3.2. Principais características e evolução do sistema financeiro antes de 1974

#### 3.2.1. Características institucionais

Do ponto de vista institucional, o sistema financeiro uruguaio anterior a 1974 incluía os seguintes agentes:

a) o Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), que é um banco criado em 1896, cumpria funções simultâneas de banco comercial, de fomento e, até 1967 (quando se criou o Banco Central del Uruguay (BCU), banco centralista, por meio do Departamento de Emisión e do Departamento de Negocios com el Exterior. As funções de banco de fomento exercê-las emprestando a longo e médio prazo aos setores produtivos, principalmente ao agropecuário (onde é de grande importância a assistência financeira aos cultivos) e ao setor industrial. Por esta razão, pode-se dizer que é a única instituição que atua nos mercados de curto e longo prazo, embora seus recursos sejam recolhidos a curto prazo, em suas funções de banco comercial. Além disso, recolhe em regime de monopólio os depósitos do governo central e das empresas públicas e cumpre funções de controlador do comércio exterior. Também canaliza fundos externos de longo prazo tomados de organismos internacionais e agências estatais (BID, AID, Eximbank) para empréstimos promocionais.

b) o Banco Central del Uruguay (BCU), criado em março de 1967, progressivamente foi assumindo as típicas funções bancocentralistas: emissão de dinheiro, custódia das reservas internacionais, controlador do sistema financeiro privado, assistência financeira ao governo, execução das políticas monetária e cambial,

etc. No entanto, pode-se afirmar que, durante muito tempo, o BROU reteve uma parte das funções bancocentralistas, como é o caso típico de receber parte dos depósitos de recolhimento compulsório da banca privada.

c) os bancos comerciais privados, que operavam quase que exclusivamente com créditos e depósitos a curto prazo (menos de um ano). A partir de meados da década de 50, os bancos privados foram alargando suas atividades, atingindo áreas extrabancárias como os negócios com o exterior e a administração de imóveis. Devido a uma grande crise bancária, a princípios de 1965, ditou-se a lei 13.330 que proibiu a entrada de novos bancos, exceto por compra ou fusão dos existentes.

d) as caixas populares, que podiam realizar as mesmas atividades que os bancos, mas com a dupla limitação de não poder estabelecer-se na capital nem realizar operações em moeda estrangeira. Em troca disso, tinham a possibilidade de instalar-se com um capital mínimo inferior ao dos bancos. Também foram afetadas pela proibição de entrada de 1965.

e) as casas bancárias, que não podiam recolher poupança nem fazer uso do cheque, mas podiam fazer operações cambiais. Na verdade, sua importância era reduzida, existindo só uma instituição até 1976. É importante mencionar sua existência pois escaparam à proibição legal de 1965 de estabelecer novas instituições. Este fato — somado à particular interpretação da lei de bancos de 1938 por parte do BCU em 1977, segundo a qual a proibição de recolher poupança pública ali estabelecida não compreendia aos depósitos de não residentes — permitiram no início da reforma financeira, a ampliação vertiginosa do número de instituições. Ao conjunto dos bancos comerciais privados, caixas populares e casas bancárias cos

tuma denominar-se sistema bancário privado.

f) as cooperativas de poupança e crédito, criadas pela lei 13.988 de 1971, que podem realizar operações de intermediação financeira (mas não utilizar o cheque) entre seus sócios e as empresas cooperativas. Foram de limitada significação no sistema, inclusive depois da liberalização.

g) o Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), instituição estatal que realiza funções de banco de fomento para a vivenda e a construção civil. Empréstava fundamentalmente a médio e longo prazo; financiava sua atividade fundamentalmente na base da emissão de títulos em moeda nacional a longo prazo e juros fixo (de 5% anual) e, em menor medida, com depósitos do setor privado. A partir de 1969, produz-se uma mudança significativa na sua forma de operar como consequência da entrada em vigência de uma nova legislação (lei 13.728 de 17/12/68, Plano Nacional de Vivenda). O novo regime permitiu que o BHU indexasse seus ativos e passivos mediante uma unidade de conta vinculada à evolução dos salários nominais. Isto possibilitou uma significativa recuperação da capacidade de captação de poupança mediante a emissão de Obligaciones Hipotecarias Reajustables (OHR). Estes ativos financeiros foram os primeiros ativos indexados que se introduziram no mercado financeiro uruguaio.

h) a Caja Nacional de Ahorro Postal (CNAP), instituição estatal de fomento, fundada em 1919, que aplicava seus recursos em créditos de longo prazo para a construção civil e, em menor medida para o financiamento do consumo. Financiava suas atividades na base de depósitos de poupança tanto do setor privado como do setor público. Foi uma instituição que, sendo mais importante que o BHU a meados dos 60, progressivamente foi perdendo importância até que,

em julho de 1977, foi absorvida por este.

i) um sistema financeiro informal que escapava aos controles legais, composto pelo que se denominou "entidades paraban- cárias", ou também "colaterais" ou "financeiras". O sistema in- formal floresceu a princípios dos 60, quando os controles sobre as taxas de juros passivas dos bancos reduziram a competitividade des- tes. A lei 13.330 de 1965, mencionada anteriormente, dispôs a ces- sação das atividades das sociedades financeiras. Estas eram insti- tuições que, apesar de não estarem contempladas na normativa ban- cária, realizavam — dentro do marco legal — operações de inter- mediação financeira próprias dos bancos, mas fora do controle da autoridade monetária. Na sua maior parte estavam patrimonialmente vinculadas aos bancos comerciais. Logo depois da sua proibição, outras entidades continuaram constituindo o setor informal. Eram uma variedade de agentes privados heterogêneos (associações de profissionais, empresas que praticavam normalmente atividades co- merciais ou industriais, etc.). Este segmento praticamente desapareceu com a proibição legal de empréstimos com garantias hipotecá- rias por prazos menores a três anos, à exceção dos que fossem rea- lizados pelo BHU, conjuntamente com a disposição que estabeleceu que todo empréstimo fora do sistema bancário entendia-se legalmen- te alongado por um prazo de três anos como mínimo (decreto 570 de 16/11/1970). Esta medida eliminou a possibilidade de que estas entidades pudessem ter garantias para suas aplicações financeiras.

### 3.2.2. Evolução do sistema financeiro

Os principais traços da evolução do sistema financeiro podem resumir-se em dois elementos: a expansão de atividades e locais desde o começo do período até meados dos 60, tendência que se



reverte a partir de então, iniciando-se um processo de concentração bancária, que duraria até bem entrada a década dos 70, e a tendência à desintermediação financeira formal.

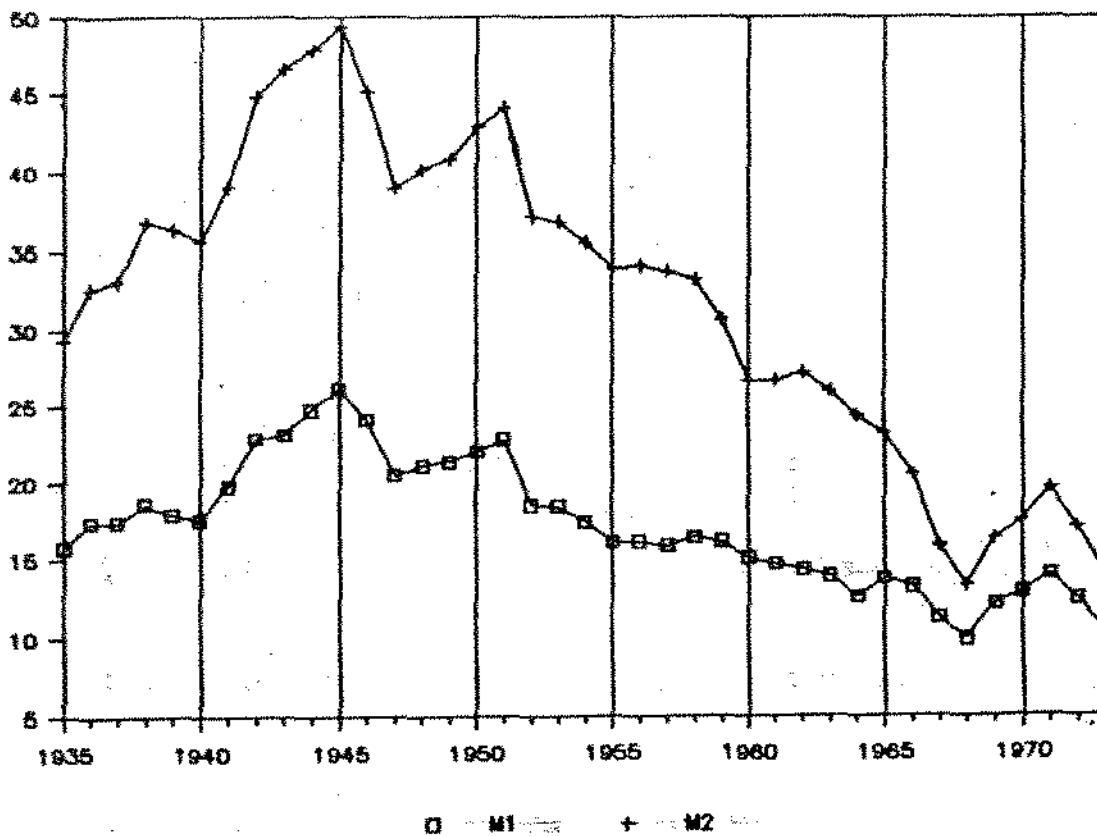
Ambas as tendências vinculam-se ao surgimento do processo inflacionário. A expansão de entidades e locais bancários de meados dos 60 explica-se pelas vantagens que outorgavam recolher fundos a taxas de juros reais negativas. Com juros sobre depósitos controlados da ordem de 4% anual, mas com taxas ativas livres, os bancos e demais entidades financeiras em lugar de concorrer mediante o oferecimento de maiores taxas passivas, concorreram oferecendo mais serviços aos depositantes. Esses maiores serviços adicionais traduziram-se num maior número de sucursais bancárias que, redundou num crescimento do emprego no setor e também em maiores custos operativos. Do mesmo modo, a expansão de entidades explica-se pelo abaratação do crédito que significava para os grupos econômicos a fundação de uma instituição própria, no contexto de um regime sumamente liberal em matéria de controle bancário. Esta é a razão do paradoxo de um setor financeiro em expansão numa economia que tinha entrado num período de estagnação<sup>4</sup>.

Porém, a expansão física da rede bancária não foi acompanhada por uma expansão real dos agregados monetários e do crédito. Pelo contrário, continuando uma tendência que provinha desde fins dos anos 40 mas que se acelerou notavelmente com o aparecimento da inflação, a carteira de ativos bancários privado cai em relação ao PIB e em termos absolutos. No gráfico 3.1. pode se observar cla-

4 Este aparente paradoxo é um tema recorrente em todos os trabalhos que analisam o sistema financeiro nos anos 60. Veja-se em particular a BANDA, Ariel e CAPELLINI, L. El sistema bancario privado. Su gestión y perspectivas. Tese de graduação, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de la República, 1970 e LICH-TENZTEJN, Samuel. Importancia actual de las actividades paraban- carias en el Uruguay. In: Estudios y Coyuntura, Montevideo, nº2, 1971.

Gráfico 3.1

AGREGADOS MONETARIOS EM RELAÇÃO AO PIB  
(em %)



FONTE: Elaboração própria em base a dados do BCU.

ramente a queda tanto dos meios de pagamento (M1) como dos meios de pagamento mais os depósitos a prazo (M2). Esta queda afeta muito mais a M2 devido à maior sensibilidade dos depósitos a prazo aos rendimentos reais e é particularmente pronunciada nos últimos anos da década do 50<sup>5</sup>.

Quando as baixas taxas reais sobre depósitos começaram a influir no desvio de ativos desde o sistema financeiro, enquanto se acrescentavam os custos operativos das instituições financeiras, gerou-se uma situação de inadimplência que obrigava a uma reestruturação do número de entidades. Esta derivou numa crise bancária de grande importância em 1965, com a falência dos principais bancos privados. Entre essa data e 1967 desapareceram 13 instituições. A partir de 1965, a política bancária adotaria características mais intervencionistas, aumentando o controle das entidades financeiras, limitando a entrada ao setor e incentivando a concentração como forma de recuperar a confiança no sistema.

O resultado foi efetivamente um processo de concentração. Porém, a riqueza financeira privada canalizada pelo sistema bancário formal continuou reduzindo-se e, em 1971, acontece novamente outra crise que arrasta cinco instituições, entre elas vários dos principais bancos privados nacionais. Paralelamente, produz-se o crescimento do setor financeiro informal, que canaliza fundos num total impossível de quantificar, dada sua atividade fora de controle das autoridades monetárias. Simultaneamente desde 1962, a conta

---

5 Os depósitos em moeda estrangeira seguem uma evolução similar, sendo que a informação estatística é limitada e não permite observar sua evolução num prazo tão longo. Isto pode resultar estranho dado que constituiriam um ativo a salvo da inflação, ainda mais tendo em conta que a taxa de juros em moeda estrangeira não esteve limitada. Porém, deve-se ter presente a sucessão de regimes cambiais no período, alguns dos quais limitavam a compra de divisas para assumir posição em moeda estrangeira, assim como as bruscas oscilações da taxa de câmbio.

de erros e omissões do balanço de pagamentos assinala importantes saldos negativos, indicadores de saídas de capitais não registradas, ou também de compra de divisas para dirigir-se aos mercados informais de crédito<sup>6</sup>.

A contrapartida da queda dos agregados monetários em relação ao PIB é a queda do crédito do sistema em relação ao PIB (veja-se o gráfico 4.6). Essa queda é particularmente aguda depois de 1964: apenas em 5 anos o crédito bancário ao setor privado reduziu-se 60% em termos reais.

Embora as interpretações de tipo estruturalista sobre a desintermediação financeira dos 60 aludiam aos efeitos da inflação não compensada pela taxa de juros nominal sobre a alocação do portfólio de ativos privados, em última instância o diagnóstico baseava-se na queda da rentabilidade real dos setores produtivos, da qual a situação de estagnação era um indicador claro<sup>7</sup>. Obviamente, por queda de rentabilidade real referiam-se à rentabilidade esperada dos investimentos adicionais e não à rentabilidade corrente da capacidade produtiva existente. Como a desintermediação financeira relacionava-se com a fuga de capitais, a queda da mencionada rentabilidade teria induzido, supostamente, um deslocamento no portfólio de ativos privados, de ativos físicos produtivos (mediados por ativos bancários) a ativos externos (fuga de capitais).

Esta interpretação enfrenta-se com alguns problemas. Em primeiro lugar, os créditos do sistema bancário, que financiavam basicamente o capital de trabalho das empresas, caíram em termos

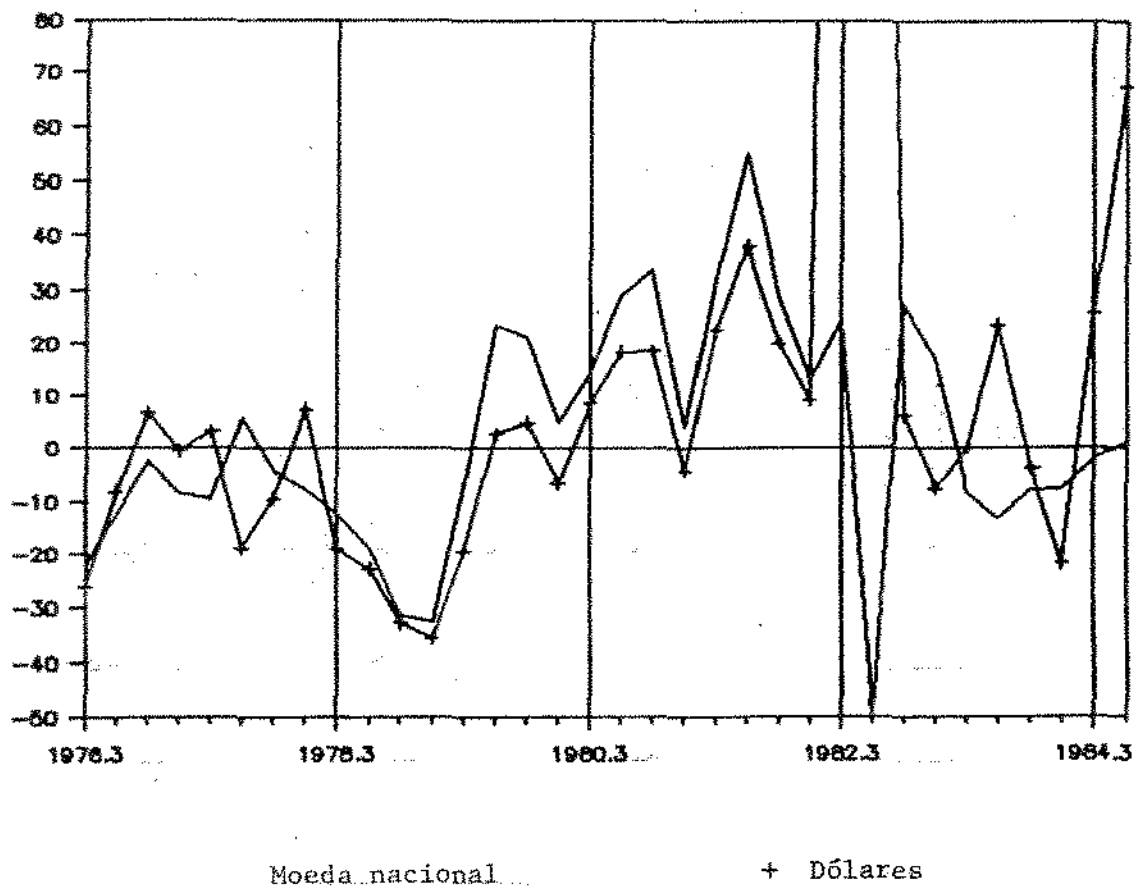
---

6 Baseando-se neste saldo e em algumas hipóteses sobre entesouramento e sobre a proporção da conta de erros e omissões que foi efetivamente fuga de capitais, LICHTENZTEJN, *op. cit.*, estima que o tamanho do mercado informal de crédito atingia 25% do total a fins dos anos 60.

7 INSTITUTO DE ECONOMIA, *op.cit.*; e LICHTENZTEJN, S., *op.cit.*

Gráfico 3.2

TAXA DE JUROS REAL PASSIVA EX-POST  
Média trimestral, deflatada por IP ao atacado



FONTE: Elaboração própria em base a dados do BCU.

reais e, sem dúvida, foram em boa medida substituídos pela intermediação financeira informal. Deve-se ter em conta, além do mais, que apesar de a taxa ativa de juros ser livremente fixada até 1970, resultava em geral negativa em termos reais. Daí que a queda na rentabilidade dos setores reais não pode ser indicada como causa da desintermediação.

Em segundo lugar, a taxa de poupança do setor privado não variou significativamente e inclusive é possível que tenha caído em comparação com o período anterior à estagnação<sup>8</sup>. Não variando a taxa de acumulação de riqueza por parte do setor privado, o deslocamento para ativos externos só teria sido possível com uma queda persistente na rentabilidade do capital de trabalho das empresas que justificasse a queda do crédito às empresas, seja este proveniente do sistema formal ou do informal. Mas isto só é compatível com uma redução do nível de atividade, coisa que não aconteceu.

Disto se deduz que boa parte dos movimentos de capitais que aparecia na conta de erros e omissões do balanço de pagamento correspondia, na realidade, a ativos internos denominados em moeda estrangeira que se canalizavam ao sistema informal<sup>9</sup>. Sem dúvida, as medidas tomadas em 1970, já mencionadas na descrição dos agentes financeiros parabancários, devem ter induzido a uma redução importante deste segmento. Apesar de não existir análises sobre quais foram os destinos desses fundos, é possível arriscar a hipótese de que, não havendo uma recuperação significativa dos ativos financeiros contra o sistema bancário, estes se dirigiram, então sim, ao

---

8 Não há dados sobre taxa de poupança e investimento anteriores a 1955

9 De fato, esta é uma das conclusões do trabalho de LICHTENZTEJN, op. cit., que, porém, não tem em conta as conseqüências que isto implica sobre o papel da rentabilidade dos ativos reais na fuga de capitais.

exterior ou à compra de valores públicos. Neste último sentido importa assinalar que, desde 1969, o Tesouro começou a emitir bônus a longo prazo em dólares e o BHU emitiu valores reajustáveis com o índice de salários.

### 3.3. A reforma financeira e as etapas da política econômica de 1974-1984.

#### 3.3.1. A reforma financeira

A reforma financeira constituiu um processo no qual, se liberaram de forma mais ou menos progressiva, as taxas de juros, a estrutura do crédito bancário e o mercado cambial (e com ele os movimentos internacionais de capital). Apesar de que as medidas de maior importância se tomaram entre 1974 e 1976, o processo abarcou pelo menos até 1979.

A diferença de outras reformas realizadas pela política econômica, tais como a redução alfandegária, a promoção de exportações ou a reforma tributária, esta não figurava como um corpo específico de medidas a aplicar, com seu respectivo diagnóstico, nos principais documentos oficiais de política econômica<sup>10</sup>. Isto impede uma avaliação dos objetivos e das hipóteses explícitas que guiavam-la. Porém, sua inspiração nas idéias resenhadas no capítulo II era muito clara, como as ocasionais declarações dos condutores da política econômica evidenciavam.

As medidas podem agrupar-se em três classes: liberalização das taxas de juros, liberalização da composição do portfólio bancário e outras de menor entidade como a criação de novos ativos

<sup>10</sup> As referências básicas são o PND 1973-1977 e as atas dos cinco "Conclaves Gubernamentales" celebrados entre 1973 e 1981.

financeiros. Serão expostas nessa ordem<sup>11</sup>.

O início da seqüência das medidas que constituem a reforma pode fixar-se em setembro de 1974, com a liberalização do mercado cambial financeiro<sup>12</sup> e uma elevação substancial dos tetos nas taxas de juros. Previamente, desde princípios da década, tinham-se elevado os tetos às taxas de juros, mas em montantes menores. Na tabela 3.1. resenham-se as mudanças nas taxas máximas de juros.

Não obstante, as taxas passivas reais de juros continuaram sendo negativas em quase todos os trimestres até fins de 1979, apesar de quem em março de 1976 houve uma nova elevação dos tetos e, em outubro de 1977, uma liberalização de fato, já que os máximos fixados superaram às taxas determinadas, a partir de então, pelo mercado livre. Esta liberalização será plena a partir de junho de 1979. No gráfico 3.2. pode-se ver a evolução das taxas passivas reais de juros por trimestres a partir do terceiro trimestre de 1976.

Não aconteceu o mesmo com as taxas ativas que, já desde 1975, observam níveis reais positivos, tanto em moeda nacional como em dólares. O gráfico 3.3. mostra a evolução dessas taxas. A diferença encontra-se nos altos níveis da margem de intermediação ou spread bancário, assim como na existência de um imposto sobre os

11 Um detalhe das normas que constituíram a reforma pode encontrar-se em BANCOS DEL LITORAL ASOCIADOS. La reforma financiera y sus efectos sobre la gestión bancaria, Montevideo, 1981. Outras análises complementárias acham-se em NOTARO, Jorge. op. cit., e SANTOS, Alvaro. Posibilidades de desarrollar un mercado de capitales en Uruguay, Tese de graduação, Montevideo, Universidad de la República, Facultad de Ciencias Económicas, 1984.

12 Prévio a esse momento, existia um duplo mercado cambial: um comercial e outro financeiro. Como neste último existiam algumas restrições à compra de divisas, existiam também operações num mercado paralelo. A partir da data assinalada, eliminou-se este último mercado. O mercado comercial continuou tendo um regime de taxa cambial com mini-desvalorizações enquanto no financeiro pagou-se a um regime de flutuação.



empréstimos repassável aos prestatários<sup>13</sup>. Este imposto foi primeiro reduzido e logo eliminado no transcurso de 1979.

As altas margens de intermediação financeira respondiam em parte à existência de taxas de recolhimento compulsório estabelecidas pelo BCU. No período 1974-1978, a regulação dos recolhimentos foi o principal instrumento da política monetária restritiva levada adiante. A taxa de recolhimento compulsório era diferente segundo o prazo dos depósitos e a moeda, tendo várias flutuações no período. A começar deste, atingia 20% nos depósitos em moeda nacional com prazos entre 30 e 265 dias, chegando a ser de 35% desde meados de 1977. O que importa destacar é que, desde meados de 1978, começa uma redução das taxas de recolhimento que finalizará com a eliminação das mesmas em maio de 1979, dentro do contexto de abandono da política monetária ativa. Esta medida pode interpretar-se, dentro do conjunto da reforma financeira, como um componente da liberalização das carteiras bancárias, ao eliminar a obrigação de alocar uma determinada parte ao BCU ou ao setor público em geral (pela compra de valores públicos).

Dentro desse marco de medidas de liberalização de carteira deve-se destacar que, desde julho de 1975, eliminou-se toda restrição existente sobre o destino dos créditos bancários<sup>14</sup>. Anteriormente, desde a lei 13.330 de 1965, pelo menos o 75% da poupança pública (isto é, dos depósitos recolhidos) deviam destinar-se a financiar os setores agropecuário e industrial. Adicionalmente, desde 1967, como mínimo 40% dos créditos em moeda nacional deviam destinar-se a determinados setores, entre os quais encontravam-se sub-setores agro-pecuários, indústrias de exportação, in-

13 Referimo-nos ao Impuesto Unico a la Actividad Bancaria (IUAB) que tinha uma taxa de 0,5% mensal paga em forma adiantada.

14 Circular 648 do BCU de 27/6/1975.

TABELA 3.1

## Regulação de taxas de juros

Taxas nominais efetivas anuais máximas legais em %

Ano	Ativas (5)		Passivas
	Moeda nacional	Dólares	Moeda nacional (3)
1938			4 (2)
1967			8/10 (1)(2)
1970	24 (4)		
1970			13/16 (1)(2)
1972		12 (4)	
1972			15 (2)
1973	51,5		
1973		14	
1974		15,5	
1974		16,5	
1974	61,3		36 (2)
1975		14,5	
1975		12	
1976	62		62
1977	90	15	90
1978		20	
1979	Livre	Livre	Livre

S: BANDA, A. & MUGICA, L. Política monetaria y rentabilidad bancaria. Montevideo, BCU, 1977 e NOTARO, Jorge. La política económica en Uruguay 1968-1982. Montevideo, CIEDUR, 1983.

## DAS

O máximo legal era fixado segundo o montante dos depósitos.

Sobre depósitos de 3 a 6 meses de prazo.

Sobre taxas passivas em dólares regia o mesmo tope que para as taxas ativas.

Com anterioridade era livre.

Excluí Imposto Unico sobre a Atividade Bancária trasladável ao prestatário.

dústrias de bens de consumo massivos e as chamadas indústrias dinâmicas<sup>15</sup>. Também existia a proibição de destinar crédito a algumas atividades como a intermediação imobiliária, a compra-venda de valores mobiliários, etc<sup>16</sup>.

A eliminação dos redescontos com destino específico, em junho de 1976<sup>17</sup>, também se enquadra dentro dessa liberalização da carteira bancária, enquanto que a eliminação completa do regime de redescontos, em setembro de 1976, deve-se à tentativa de ganhar maior controle sobre a oferta monetária.

A única exceção em matéria de destino dos créditos esteve constituída pelos diversos instrumentos financeiros de promoção das exportações não tradicionais pelo BCU<sup>18</sup>, e as linhas de crédito para investimento fixo dentro de regime da lei de promoção industrial, que canalizavam fundos externos. Porém, coube assinalar que os primeiros diminuem seu caráter promocional em 1977 ao aumentar seu custo, atingem seu máximo a fins de 1978 e desaparecem no transcurso de 1979.

Outras medidas complementares à liberalização das carteiras bancárias foram: a eliminação de restrições à posição em moeda estrangeira dos bancos, em junho de 1976<sup>19</sup>, a autorização de compra de valores públicos com compromisso de venda a futuro, em

15 Circular 10 do BCU.

16 Só se manteve a proibição de financiar compras de gado gordo, durante alguns meses de 1977. Decreto de 6/11/1977.

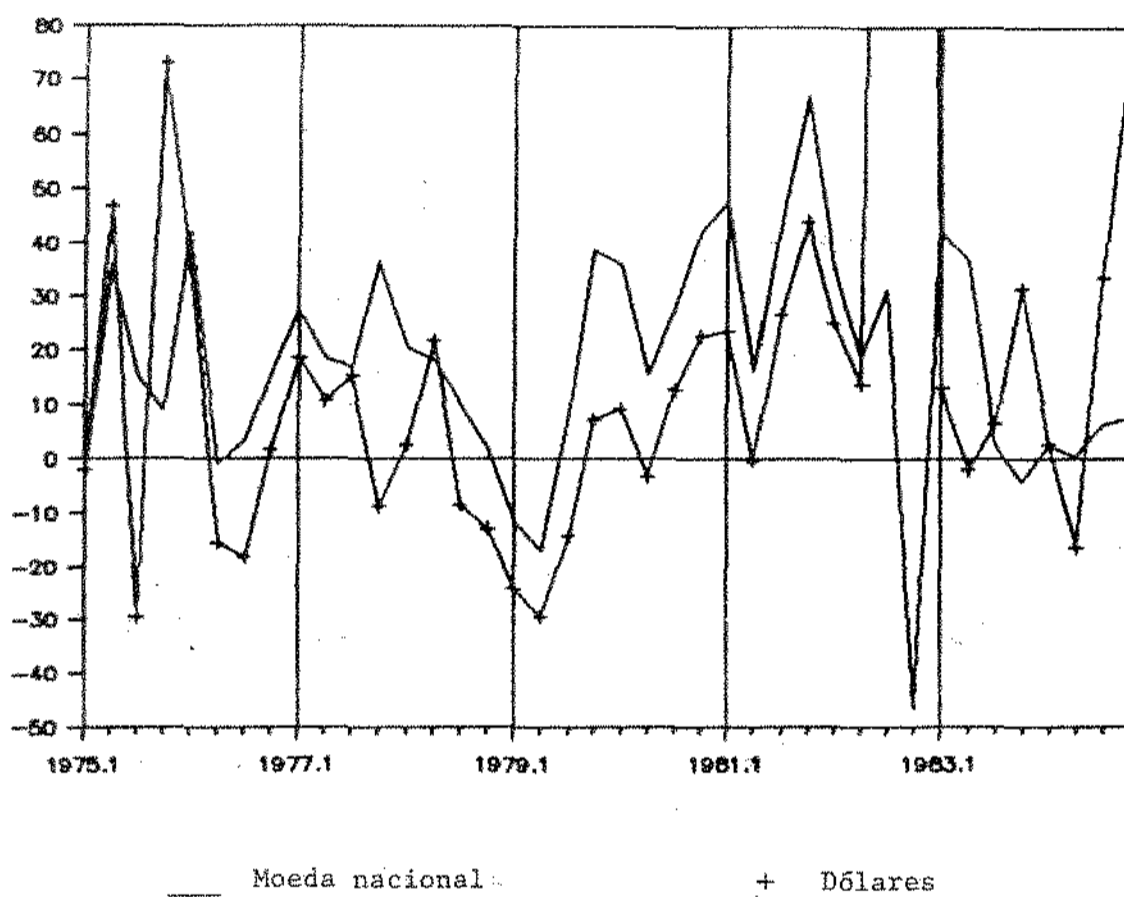
17 Circular 781 do BCU de setembro de 1976.

18 Compreendem os diferentes regimes de prefinanciamento de exportações, denominados sucessivamente: antecipações, preantecipações, adiantamentos e venda antecipada de divisas. Consistiam numa espécie de redesconto sobre exportações. Os subsídios ao crédito por esta via eram importantes, sobretudo no regime de antecipações, cujo custo real era altamente negativo.

19 Circular 760 do BCU do 24/6/76.

Gráfico 3.3

TAXA DE JUROS REAL ATIVA EX-POST  
Média trimestral, deflatada por IP ao atacado



FONTE: Elaboração própria em base a dados do BCU.

maio de 1977<sup>20</sup>, e a elevação do teto de créditos por empresa<sup>21</sup>.

De menor importância dentro do conjunto de medidas que constitui a reforma — pelo seu escasso impacto — foram as que abriram a possibilidade de criar novos ativos financeiros. A mais importante, talvez, foi a interrupção do curso forçoso da moeda nacional pela lei 14.500 em março de 1976, que permitiu estabelecer o marco jurídico para realizar todo tipo de contratos em moeda estrangeira ou com diferentes cláusulas de reajuste. Também, cabe destacar a lei 14.267, que permitiu que o setor privado emitisse obrigações indexadas, em 1974, a criação das "acceptaciones bancárias" (aplicações diretas nas empresas intermediadas pelos bancos), a meados de 1976, a criação de certificados de depósitos transferíveis em outubro de 1977, a autorização para operar no mercado secundário de documentos privados de curto prazo em maio de 1979, a regulamentação do sistema de tarjetas de crédito bancário em agosto de 1979, e a autorização de emitir obrigações bancárias indexadas em dezembro de 1979.

Finalmente, de grande importância foi o levantamento da proibição de entrada de novas instituições em 1977 mediante a entrada das casas bancárias, já mencionado ao descrever-se este tipo de agentes. Em novembro de 1981, revogou-se a lei que proibia a entrada de novos bancos, possibilitando que o Poder Executivo ampliasse o número de bancos existentes num 10% dos instalados por ano.

---

20 Circular 834 do BCU.

21 Em dezembro de 1978 era de 35% a responsabilidade patrimonial líquida de cada banco (uma medida dos recursos próprios), e passou a 40% em novembro desse mesmo ano (Circulares 939 e 948 do BCU). Há um retrocesso de 1980 quando passa-se a um limite de 25% por empresa e de 35% para os conjuntos econômicos (conglomerados) cuja identificação é realizada a partir de então (Circular 1048).

### 3.3.2. As etapas da política econômica de 1974-1984

Como se assinalou ao final da seção 3.1., a crise do petróleo e dos mercados externos dos produtos tradicionais, com suas conseqüências sobre o balanço de pagamentos, foram os detonantes de uma série de mudanças que inaugurariam uma nova etapa na política econômica, caracterizada pelo progressivo abandono do intervencionismo estatal.

Este período divide-se, por sua vez, em três etapas. A primeira, que abarca de meados de 1974 a setembro de 1978, caracteriza-se — no plano dos objetivos da política econômica — pela prioridade ao equilíbrio externo no curto prazo e pela eliminação progressiva dos controles sobre preços e sobre importações. A segunda etapa abarca o lapso transcorrido entre outubro de 1978 e novembro de 1982. Caracteriza-se pela prioridade ao objetivo de estabilização e pela utilização da política cambial de pré-anúncios. Finalmente, a etapa restante é a da administração da crise, com o ressurgimento do objetivo de equilíbrio externo como prioridade, agora no contexto de um alto endividamento externo<sup>22</sup>.

A estratégia do período 1974-1978 esteve baseada nos lineamentos que surgiam do PND 1973-1977, como seus objetivos gerais de liberalização, abertura e estabilização. As grandes mudanças que caracterizam o período 1974-1978 são o impulso à promoção de exportações não tradicionais e a liberalização financeira, que foi detalhada na seção anterior.

Com respeito à promoção de exportações, embora a quase totalidade dos instrumentos promocionais existisse previamente, rea

22 Um resumo do período pode encontrar-se em NOYA et alii, op. cit. Uma análise mais ampla encontra-se em NOTARO, Jorge. La política económica en Uruguay 1968-1984. Montevideo, CIEDUR-Banda Oriental, 1985.

lizou-se a partir de 1974 uma utilização massiva e mais intensa delas. Do mesmo modo, a taxa de crescimento destas exportações que já era alta em períodos anteriores (16% anual entre 1968 e 1973), acelerou-se nestes anos (34% entre 1974 e 1978). Estas exportações eram de setores industriais como os têxteis, a vestimenta, os produtos de couro, a pesca, o arroz, os laticínios, o papel, a indústria química e a indústria de autopartes.

Os instrumentos promocionais compreenderam diversos incentivos fiscais, creditícios e de preços. Entre eles destacam-se os "reintegros", originalmente concebidos como devolução de impostos mas que, de fato, converteram-se em subsídios outorgados como percentagem do preço de exportação, e os regimes de prefinanciamento das exportações, que tinham custo real altamente negativo, pelo menos até 1977. Cabe destacar também que a política cambial procurou manter um alto nível de taxa de câmbio real mediante um regime de *crawling peg*. Finalmente, no período ocorre uma importante queda no salário real (34% entre julho de 1974 e outubro de 1978) que operou reduzindo os custos de mão de obra.

No geral, o conjunto dos incentivos à exportação não tradicional atinge um ponto máximo a meados de 1977 a partir do qual começam a reduzir-se sistematicamente nos anos seguintes.

Em matéria de liberalização comercial, um dos componentes básicos do PND, só se avançou eliminando as restrições quantitativas às importações, assim como os diversos mecanismos de autorização prévia para importar e os requisitos de financiamento externo à importação de bens de capital. As reduções alfandegárias não mudaram o nível de proteção da indústria porque partia-se de um patamar muito elevado.

Em matéria de estabilização de preços, a política rele-

gou-a a segunda prioridade. Baseou-se num enfoque ortodoxo de controle dos agregados monetários mediante recolhimentos compulsórios e operações de mercado aberto. A política de preços dirigiu-se a um progressivo abandono dos estendidos controles, o que foi atingido plenamente por volta de 1978. Outra grande reforma do período é a reforma tributária, caracterizada pela concentração em poucos impostos, na sua maioria indiretos.

O desempenho da economia durante estes anos contrasta com os anteriores principalmente em matéria de crescimento. O PIB cresce a um ritmo de 4,9% anual, impulsionado pelas exportações e o investimento público. A indústria manufatureira e a construção dão conta da metade desse crescimento. Paralelamente, operou-se uma redistribuição regressiva da renda, com queda do salário real. O decil de famílias mais ricas passa de dispor de 28% da renda a 35% em 1978.

Os desequilíbrios externos são compensados com o crescimento das exportações e principalmente com a entrada de capitais, fundamentalmente por emissão de dívida pública e por contas não registradas (erros e omissões). Para o final do período, os resultados da conta de capital permitem acumular reservas apesar do déficit em conta corrente.

A virada da política econômica, ao finalizar 1978, produz-se precisamente por entender superados os problemas de equilíbrio externo, passando a inflação a ter prioridade como problema. Isto se traduz, em parte, no abandono dos incentivos às exportações e, principalmente, na adoção de uma política cambial com fins de estabilização.

A nova política baseava-se no enfoque monetário do balanço de pagamentos, que estabelecia a impossibilidade de contro-



lar simultaneamente a taxa de câmbio e os agregados monetários numa economia comercial e financeiramente aberta ao resto do mundo. Dessa maneira, abandonou-se a política monetária ativa e adotou-se um regime de taxa de câmbio fixa, mas com pautas de desvalorização antecipadas inferiores ao ritmo da inflação passada (a chamada "tablita") para induzir assim a queda do ritmo de inflação. O esquema pressupunha que não deveria haver expansão monetária para financiar o déficit fiscal. Na prática, o equilíbrio orçamentário foi atingido desde o começo do período até meados de 1981.

Supunha-se que a arbitragem dos preços internos dos produtos importáveis e exportáveis com seus respectivos preços externos induziria os primeiros à baixa. Por outro lado, a inflação nos bens não comercializáveis se reduziria pelos efeitos de substituição entre as demandas dos diversos bens. A pauta antecipada de desvalorização reduziria também o risco cambial, operando a favor de uma arbitragem de taxas de juros internas que as aproximaria às internacionais, diminuindo assim o custo real do crédito.

Desde o ponto de vista da alocação de recursos, a grande reforma do período foi a alfandegária. Em 1980 adotou-se um programa de redução gradual da proteção alfandegária que terminaria, ao cabo de cinco anos, com uma taxa uniforme de 35%. Porém, devido a existência de proteção redundante, as reduções alfandegárias procuraram também operar como elemento anti-inflacionário, aplicando-se várias reduções fora de programa com o objetivo de alinhar a evolução dos preços internos à dos preços internacionais mais a desvalorização. Como consequência disto, para 1981 praticamente havia-se eliminado a proteção redundante.

Os resultados da política assinalam a manutenção e inclusive a aceleração do crescimento até meados de 1981, ainda com certa redistribuição progressiva da renda e aumento do salário real. Porém, o perfil do crescimento mudou radicalmente. Este passou a ser liderado pela indústria de mercado interno, enquanto deteve-se o crescimento das exportações. Nisto teve importância decisiva a apreciação real da moeda gerada pela política cambial, deteriorando o nível de competitividade das exportações. O PIB se expandiu na base do crescimento do consumo e do investimento privado.

A apreciação real da moeda gerou déficits crescentes na conta comercial, mais que compensados — até 1981 — pela entrada de capitais privados canalizada, basicamente, pelo sistema financeiro. Se bem continua crescendo o endividamento público, cabe assinalar que o aumento de reservas internacionais é superior, ao ponto que no final de 1981 o endividamento público externo líquido é negativo. O ano 1982 marca uma inflexão radical. Produz-se uma saída record de capitais privados, que pressiona as reservas internacionais. Para manter o esquema de pautas cambiais o setor público vê-se obrigado a um crescente endividamento externo. Finalmente, esgotada a capacidade de endividamento externo e ante a crise dos mercados internacionais de crédito no terceiro trimestre de 1982, em novembro desse ano abandonam-se as pautas cambiais. Entra-se num regime de flutuação cambial que dá lugar a uma desvalorização real abrupta da moeda, recuperando a paridade real de antes de 1979. A inflação, que havia caído até 20% em 1982, recupera os níveis médios prévios a 1978, da ordem de 70 a 90% anuais.

O incremento do risco cambial como consequência da desconfiança nas pautas de desvalorização antecipadas a partir de

1980 deu lugar a um aumento considerável da taxa real de juros. A isto agregou-se o impacto da alta das taxas internacionais, que progressivamente conduziu a uma difícil situação financeira das empresas. Com a reversão do crescimento, a meados de 1981, produziu-se uma insolvência empresarial generalizada, agravada pela desvalorização de fins de 1982 (já que mais de 50% das dívidas estavam denominadas em dólares).

A insolvência empresarial repercutiu na situação financeira dos bancos. Os principais bancos estrangeiros conseguiram sanear suas carteiras, repassando-as ao BCU em troca do apoio financeiro externo das casas matrizes, em momentos de fechamento das operações de crédito internacional. Os bancos nacionais sem apoio externo foram progressivamente entrando em falência, numa crise que se prolongou até 1987. Em quase todos os casos, as perdas de capital foram absorvidas pelos bancos públicos, seja mediante a compra das carteiras morosas da banca privada ou através da compra das instituições. Os objetivos da política econômica neste campo foram os de assegurar a estabilidade do sistema financeiro, mesmo à custa de agravar os déficits do setor público.

O período posterior a novembro de 1982 caracteriza-se, assim, pela administração dos grandes desequilíbrios herdados e pela contínua queda dos níveis de atividade. A política de curto prazo move-se dentro dos cânones dos ajustes ortodoxos do FMI, com o qual estabeleceu-se um acordo a princípios de 1983. Praticamente não há medidas de política de reforma estrutural neste período, assinalando-se unicamente a suspensão do programa de redução alfandegária.

A queda nos níveis das importações com a recessão e o ajuste cambial permitem obter superávits comerciais que, de todos

modos, resultam insuficientes para equilibrar os pagamentos de juros e para frear a fuga de capitais. O setor público deve continuar endividando-se externamente e perdendo reservas.

## CAPÍTULO IV

### UMA PERSPECTIVA MACROECONÔMICA DA REFORMA FINANCEIRA

Neste capítulo se realizará uma análise, desde um ponto de vista macroeconômico, dos efeitos da liberalização financeira. Na primeira seção serão observadas as tendências do investimento produtivo, objetivo central da reforma financeira. A segunda seção analisará o efeito das diversas mudanças no contexto macroeconômico, tanto externas quanto derivadas da política econômica, e a sua repercussão sobre o investimento e os mercados financeiros. Finalmente, na terceira seção extraem-se as principais conclusões.

#### 4.1. As tendências no processo de poupança-investimento

De acordo ao que previa a teoria que sustentava a reforma financeira, esta deveria dar lugar a um aumento na taxa de investimento. Com mercados financeiros reprimidos que geravam uma limitada intermediação financeira, o investimento estaria restringido pelo volume de crédito disponível. A liberalização financeira permitiria eliminar essa restrição, de acordo aos mecanismos vistos no capítulo II, assim como "melhorar" o perfil do investimento, realocando-o aos setores com mais vantagens. O resultado seria um aumento da taxa de investimento e uma melhor eficiência da mesma.

Porém, observa-se - no caso uruguaio - que não há

mudanças significativas na taxa de investimento, comparando a situação prévia e posterior ao processo de reforma financeira.

A tabela 4.1 mostra os diversos indicadores da magnitude das taxas de investimento. Alí se nota que, partindo de níveis muito baixos em 1974, há efetivamente uma recuperação das diversas taxas de investimento. Mas os níveis aos que se chega, particularmente depois de 1975, são apenas levemente superiores às médias históricas do período pré-reforma.

As taxas de investimento fixo privado e em equipamentos não atingem inclusive as médias do período 1960-1962; se bem que, nessa comparação com os primeiros anos dos 60 deve-se ter em conta que esse foi um período anormal, caracterizado por uma liberalização de importações com atraso cambial crescente, que seguiu a um período de importantes restrições à importação de bens de capital.

Um dos grandes traços distintivos do período foi o grande crescimento do investimento público. Tal como se pode ver na tabela 4.1, a relação entre investimento público e privado supera altamente as médias históricas, que eram de 27%, para situar-se em mais de 60%. Este crescimento do investimento público se verifica principalmente nos primeiros anos do período e se canalizou fundamentalmente para obras de infraestrutura tais como construção de represas e pontes.

Apesar de não terem crescido as taxas de investimento, tanto o investimento público como o privado tiveram um importante crescimento no período, que se caracterizou precisamente pelo aumento do PIB. No gráfico 4.1 pode-se apreciar a recuperação do investimento total, que supera os máximos anteriores a partir de 1976. A recuperação é muito mais marcada no total do investimento

Indicadores de evolução do investimento (em %)

Período	Investimento bruto /PIB	Investimento bruto fixo /PIB	Investimento bruto fixo público/ Investimento bruto fixo privado	Investimento bruto fixo privado/renda da propriedade	Investimento em maquinária e equipamento /PIB	Investimento privado em maquinária e equipamento /PIB
1974	11.5	10.2	33.5	17.8	1.9	1.8
1975	13.5	13.3	53.3	21.5	3.9	3.2
1976	14.8	15.4	72.0	21.7	6.1	4.1
1977	15.2	15.2	85.2	19.0	6.5	4.1
1978	16.0	16.0	99.3	18.4	5.6	3.7
1979	17.3	16.2	67.0	19.7	5.5	4.1
1980	17.3	16.7	46.6	24.3	5.3	4.1
1981	15.4	15.7	47.2	22.9	4.2	3.7
1982	14.4	15.1	91.0	18.2	3.3	1.6
1983	10.0	11.0	58.7	14.3	3.0	2.0
1984	8.8	8.4	49.5	11.0	2.1	1.8
1955-59	13.6	13.0	25.7	26.5	3.8	3.1
1960-62	16.8	15.5	22.7	31.6	6.3	5.7
1963-67	12.2	11.7	26.3	24.4	3.9	3.2
1968-71	11.3	11.0	30.9	22.6	3.8	3.3
1972-73	12.2	9.4	28.2	18.5	1.9	1.8
1955-73	13.1	12.2	26.7	25.1	4.0	3.4
1974-78	14.2	14.0	68.7	19.7	4.8	3.4
1979-81	16.7	16.2	53.6	22.3	5.0	3.9
1982-84	11.1	11.5	66.4	14.5	2.8	1.8
1974-84	14.0	13.9	63.9	19.0	4.3	3.1

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

que no investimento em maquinaria e equipamento. Isto indica uma recuperação mais acelerada nas construções.

Posto que as taxas de investimento público aumentaram significativamente, isto implica que a recuperação de seus volumes foi muito importante, tal como se observa no gráfico 4.2, onde fica claro que a maior parte do impulso dos primeiros anos provém do investimento público, anos nos quais se concentram as obras de infraestrutura. Por outro lado, o investimento privado atinge seus níveis de auge no triênio 1979-1981.

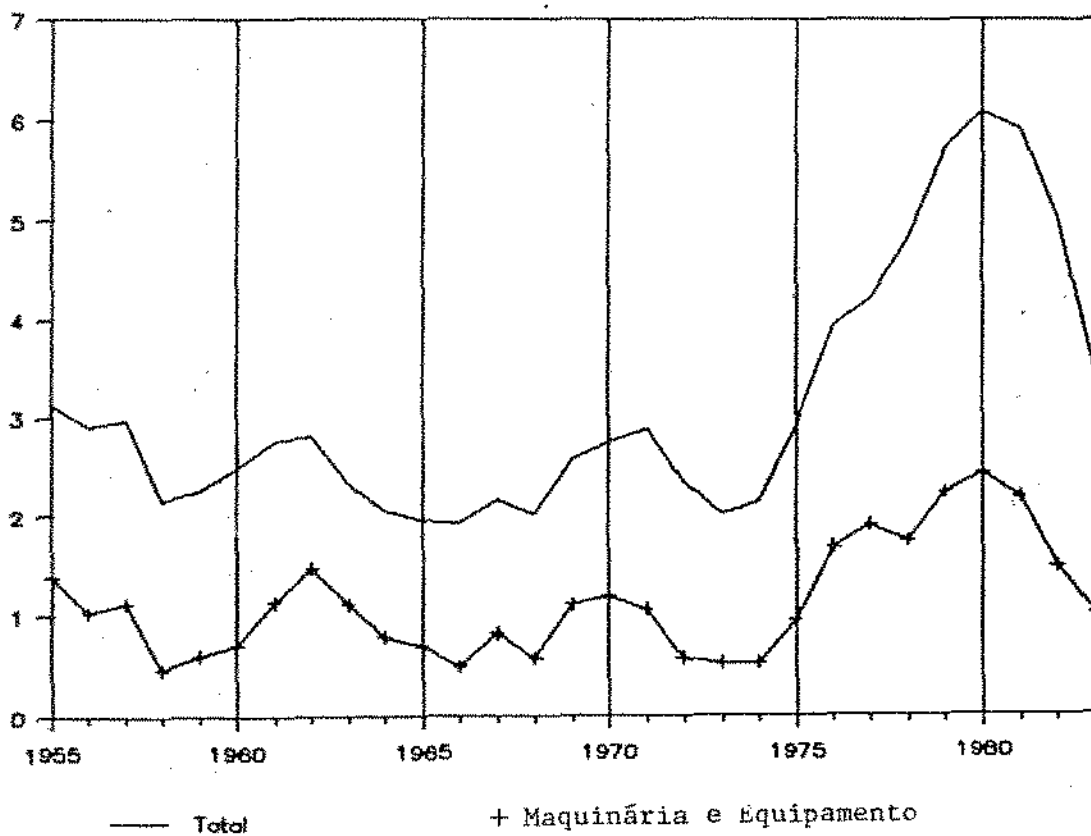
Ao ocorrer a recessão em 1981, caem tanto as taxas como os níveis de investimento. Porém, dois fatos resultam importantes: os níveis absolutos de investimento mantêm-se acima dos históricos e a queda se concentra quase que exclusivamente no investimento privado.

A evolução da relação entre investimento fixo privado e a renda dos não-assalariados, uma aproximação à taxa de acumulação dos capitalistas, que se apresenta na tabela 4.1 e no gráfico 4.3, chama igualmente a atenção; sendo que não se deve usar estritamente como a taxa de acumulação dos capitalistas, já que uma parte importante dos assalariados são proprietários de viviendas, além de acumular riqueza financeira em proporções mais ou menos variáveis, seu valor se mantêm com pequenas flutuações em torno de 20% desde 1968. Trata-se de uma percentagem significativamente menor que a dos anos 50 e princípios dos 60. Por outro lado, cai subitamente logo depois da recessão, até atingir os mínimos históricos. O resultado é importante, tendo em conta as grandes mudanças distributivas acontecidas desde 1972 em adiante a favor das rendas dos não assalariados.

Antes de passar à observação do destino setorial do in-



Gráfico 4.1  
INVESTIMENTO BRUTO FIXO  
Em miles de N\$ a preços de 1961

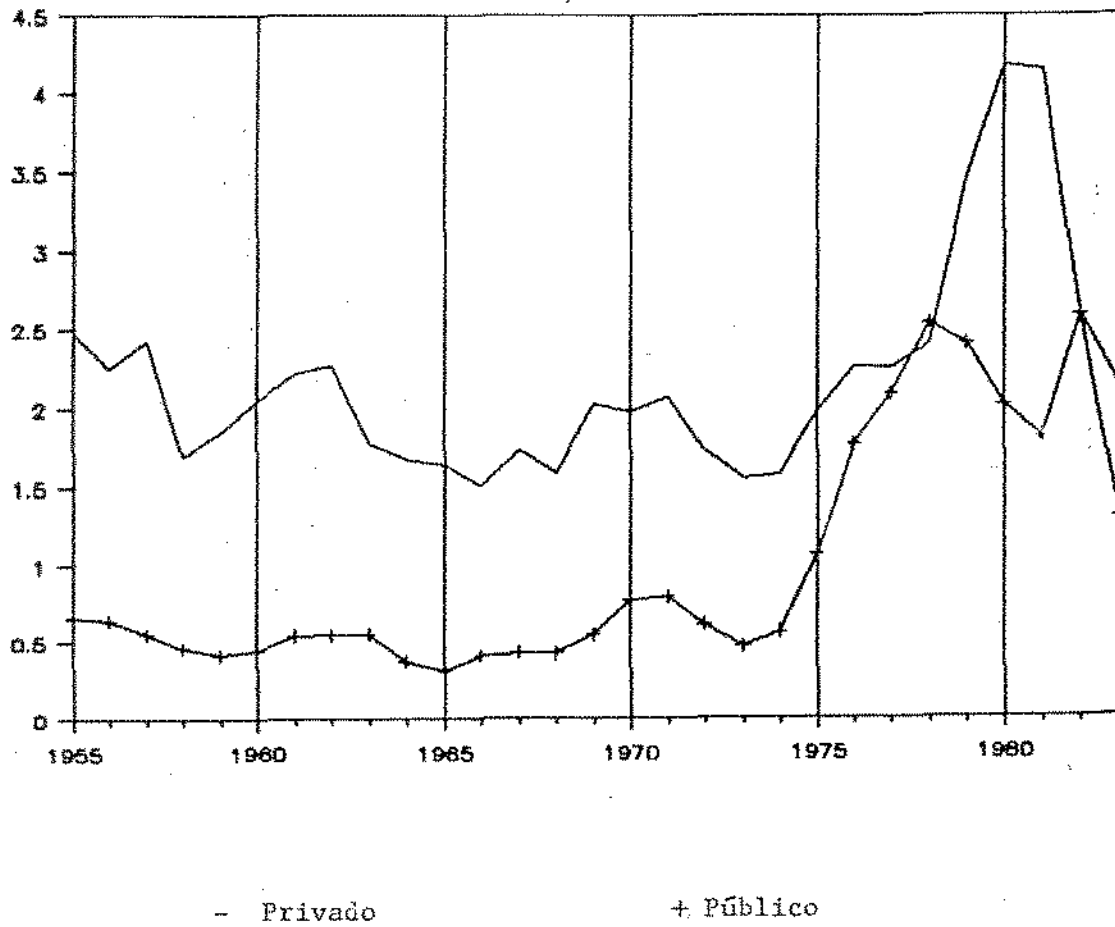


FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

Gráfico 4.2

## INVESTIMENTO BRUTO FIXO PRIVADO E PÚBLICO

Em miles de N\$ a preços de 1961



FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

vestimento, é necessário um comentário sobre as limitações da informação estatística proveniente das contas nacionais no Uruguay. Em primeiro lugar, o investimento em estoques de produtos e matérias-primas praticamente não é recolhido. Só se inclui uma estimação da variação nas existências de gado. É provável que, nos períodos de crescimento sustentado do PIB, nos quais houve também maior liberdade para importar, tenha ocorrido uma recomposição dos estoques. Portanto, é possível que nos primeiros anos do período o investimento esteja subestimado. Analogamente, no período de recessão é provável que tenha havido uma redução de estoques, o que sobre-estimaria o investimento. Por isto, têm-se concentrado a análise no investimento fixo, ainda que, desde o ponto de vista das mudanças no comportamento empresarial com respeito à nova situação financeira, o investimento em estoques deve ter jogado um papel importante.

Em segundo lugar, devido à forma de estimação do investimento em construção civil (residencial e não residencial) introduzem-se importantes vieses em vários componentes das contas nacionais. Como foi analisado por GRAU, NOYA e RAMA<sup>1</sup> ao estimar-se o investimento em construções a preços correntes na base de índices de custo aplicados a volumes físicos, as diferenças entre preço e custo das obras têm conseqüências sobre as taxas de investimento e de poupança. De acordo a este trabalho, pode-se afirmar que as verdadeiras taxas de investimento em 1977-1984 são superiores. Na tabela 4.2 brinda-se uma comparação das taxas de investimento com dados oficiais e dados corrigidos em base a um

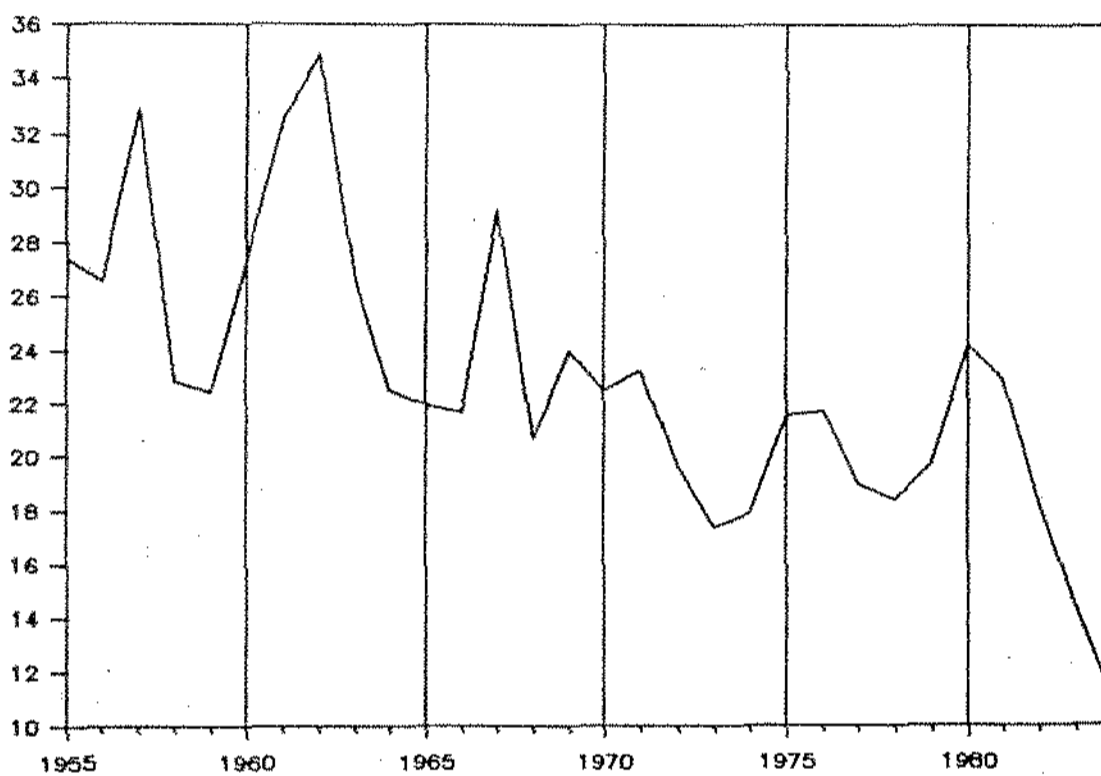
---

<sup>1</sup> GRAU, C., NOYA, N., & RAMA, M. El precio de la vivienda. Consecuencias contables y efectos macroeconómicos. In: Suma, v.2, n. 3, pp.29-46, outubro de 1987.

Gráfico 4.3

## INVESTIMENTO FIXO BRUTO PRIVADO

Em % sobre rendas da propriedade



FONTE: Elaborado em base dados do BCU.

relevamento de preços de vivendas. Lamentavelmente, já que esse trabalho parte de 1976, não se podem realizar comparações com períodos anteriores. Isto leva à conclusão de que os dados oficiais devem ser utilizados com maior precaução. De todos modos, as comparações referidas à maquinaria e equipamento continuam sendo válidas.

Analisando as taxas de investimento setorial sobre os respectivos PIB setoriais (tabelas 4.3 e 4.4) chega-se a igual conclusão a respeito das taxas de investimento que a obtida com os dados agregados: as taxas médias do período pós-reforma são levemente superiores às históricas. A exceção está dada pelos setores onde predomina a propriedade estatal, que assumem a já assinalada tendência do investimento público.

Observando a composição do investimento privado por grandes setores (tabela 4.5) surge um traço importante: a participação do investimento industrial é mais importante no período pós-reforma, deixando de lados os anos de recessão. Isto evidencia uma maior recuperação do investimento industrial no período, como mostra o gráfico 4.4. O investimento industrial cresce muito mais que o total nos primeiros anos e supera mais rapidamente seus máximos históricos, mantendo-se em altos (ainda que estáveis) níveis entre 1977 e 1982. Com a recessão, a queda é muito maior que a do resto. A recuperação do investimento privado foi então liderada pelo investimento industrial, fato que não surpreende já que foi a indústria o setor líder do crescimento nesses anos.

Em síntese, os fatos estilizados sobre o desempenho do investimento assinalam uma quase insignificante elevação das taxas de investimento privado no período pós-reforma, ainda que as tendências podem estar afetadas por distorções nas esta-

TABELA 4.2

Estimação da sub-avaliação do investimento privado em construções

Ano	Dados oficiais (em %)			Dados corrigidos (em %)		
	Investimento privado em construções/PIB	Investimento bruto fixo/PIB	Investimento bruto fixo privado/PIB	Investimento privado em construções/PIB	Investimento bruto fixo/PIB	Investimento bruto fixo privado/PIB
1976	4.5	15.4	9.0	4.5	15.4	9.0
1977	3.9	15.2	8.2	4.6	15.9	8.9
1978	4.0	16.0	8.0	5.9	17.7	9.8
1979	5.3	16.2	9.7	12.3	22.6	16.5
1980	7.1	16.7	11.4	13.7	22.8	17.8
1981	6.8	15.7	10.7	11.3	19.8	14.9
1982	6.2	15.1	7.9	9.1	17.8	10.7
1983	4.7	11.0	6.9	6.5	12.7	8.7
1984	3.7	8.4	5.6	5.1	9.3	7.0

FONTE: GRAU, C., NOYA, N. e RAMA, M. El precio de la vivienda. Consecuencias contables y efectos macroeconómicos. In: Suma, Montevideo, v. 2, n.3, outubro 1987.

TABELA 4.3

Taxa de investimento sobre FIB a custo de fatores (em %)

Período	Total	Agropecuário e pesca	Indústria manufatureira e construção	Transporte e armazenamento	Eletricidade, gaz, água serviços sanitários e comunicações	Serviços do governo geral	Propriedade de vivenda	Resto
1974	11.5	15.5	5.2	3.5	24.6	11.3	149.0	1.8
1975	15.3	17.3	7.7	17.9	92.5	13.6	103.8	2.1
1976	18.0	22.5	11.1	20.4	113.8	21.9	81.5	2.5
1977	17.7	12.9	13.8	31.1	186.8	18.3	61.3	2.4
1978	18.8	14.9	10.5	12.4	341.0	17.4	52.9	2.2
1979	18.7	21.5	8.6	10.6	302.2	20.3	82.7	2.8
1980	19.4	19.0	9.5	12.6	180.4	18.3	99.2	3.9
1981	18.1	15.6	8.3	19.0	124.7	16.5	77.6	4.2
1982	17.3	12.1	4.5	37.1	91.6	16.1	55.5	3.5
1983	12.5	13.1	6.3	14.5	24.3	20.5	45.9	2.1
1984	9.5							
1955-59	14.1	8.9	8.3	22.6	37.9	16.8	57.9	3.2
1960-62	17.0	12.0	12.6	25.3	44.1	14.6	105.5	3.3
1963-67	12.9	14.7	7.3	15.7	17.6	12.7	132.2	1.9
1968-71	12.5	19.9	7.7	9.5	34.9	10.7	88.7	2.1
1972-73	11.1	13.8	5.3	6.2	31.0	9.1	111.9	2.0
1955-73	13.6	14.3	8.3	16.0	31.5	12.9	101.8	2.4
1974-78	16.3	16.6	9.7	17.1	151.7	16.5	89.7	2.2
1979-81	18.7	18.7	8.8	14.1	202.4	18.4	86.5	3.6
1982-83	11.0	13.1	6.3	14.5	24.3	20.5	45.9	2.1
1974-83	16.7	16.4	8.6	17.9	148.2	17.4	80.9	2.7

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

TABELA 4.4.

Taxa de investimento privado sobre PIB privado a custo de fatores (em %)

	Total	Agropecuário e pesca	Indústria manufatureira e construção	Transporte e armazenamento	Eletricidade, gaz, água serviços sanitários e comunicações	Propriedade de vivenda	Resto
1974	2.6	15.6	5.3	4.3	18.0	140.2	1.2
1975	4.6	17.5	7.8	17.4	33.3	95.6	1.6
1976	6.1	22.8	9.5	11.1	150.0	77.3	2.3
1977	5.7	12.9	11.8	13.0	116.7	58.4	2.2
1978	5.4	15.1	10.3	10.7	170.0	51.4	2.3
1979	5.6	21.5	8.5	7.9	135.7	81.1	2.9
1980	5.6	19.0	9.4	11.2	s.d	96.6	3.9
1981	5.2	15.5	8.4	19.2	s.d	70.0	4.2
1982	2.3	11.8	4.3	7.9	s.d	47.0	3.4
1955-59	4.1	8.8	10.6	25.2	37.6	55.4	3.0
1960-62	7.8	11.9	13.1	33.4	116.3	101.5	3.0
1963-67	4.6	15.3	7.3	17.6	55.5	144.4	1.6
1968-71	4.9	20.2	7.9	12.2	51.6	109.8	1.8
1972-73	2.7	13.8	5.5	7.7	16.9	107.0	1.5
1955-73	4.8	14.5	8.9	19.3	57.6	108.6	2.1
1974-78	4.9	16.8	8.9	11.3	97.6	84.6	1.9
1979-81	5.5	18.7	8.8	12.8	s.d	82.6	3.7
1982	2.3	11.8	4.3	7.9	s.d	47.0	3.4
1974-82	4.8	16.9	8.4	11.4	s.d	79.8	2.7

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.



TABELA 4.5

## COMPOSIÇÃO SECTORIAL DO INVESTIMENTO BRUTO FIXO PRIVADO

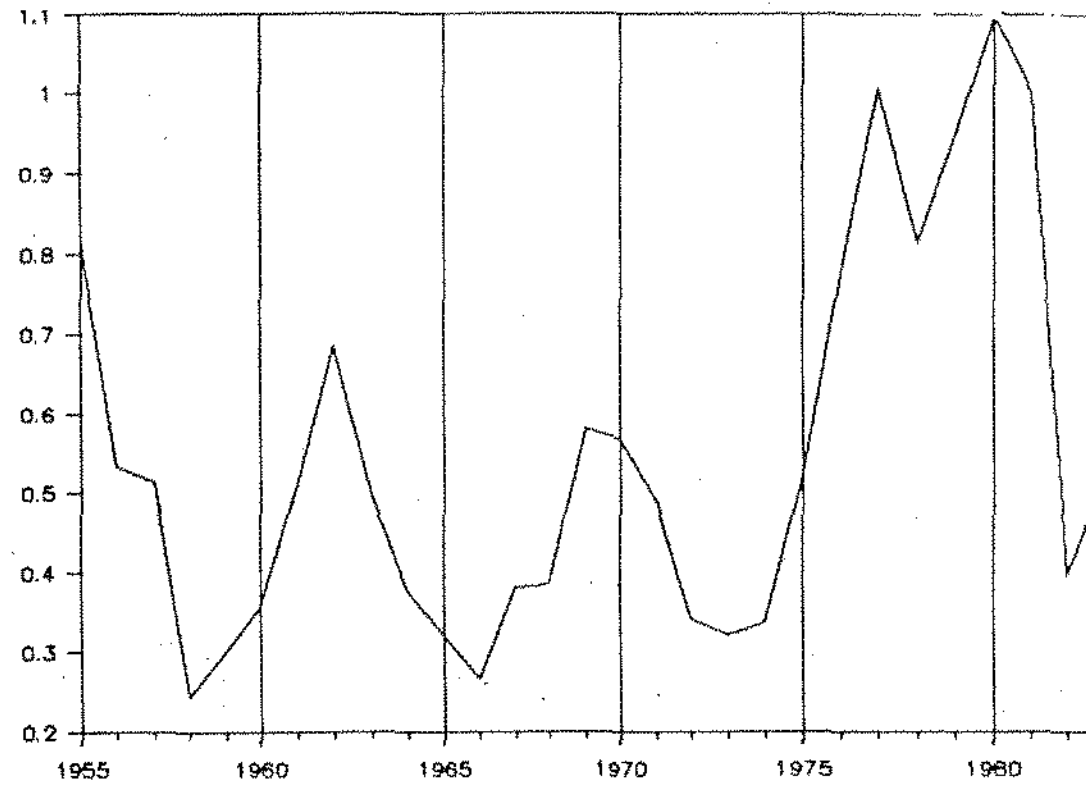
(em % do total)

Período	Agropecuário e pesca	Indústria manufatureira y construções	Transporte e armazenamento	Eletricidade, gaz, água serviços sanitários e comunicações	Propriedade de vivenda	Resto
1974	29.5	16.0	2.5	0.2	48.1	3.8
1975	20.7	21.9	9.4	0.3	43.0	4.6
1976	23.9	25.2	6.1	1.1	37.4	6.3
1977	17.1	33.7	7.4	0.9	33.7	7.2
1978	17.7	30.6	5.7	1.4	37.1	7.4
1979	23.1	24.0	3.4	0.7	41.2	7.7
1980	15.9	21.6	4.4	0.0	49.2	8.8
1981	11.8	18.8	8.3	0.0	50.7	10.4
1982	11.6	11.6	4.5	0.0	61.7	10.6
1983	16.6	21.0	2.5	0.0	52.9	7.0
1955-73	20.1	19.6	8.8	0.6	45.5	5.3
1974-84	18.8	22.4	5.4	0.4	45.5	7.4
1974-78	21.8	25.5	6.2	0.7	39.9	5.9
1979-81	16.9	21.5	5.4	0.2	47.1	9.0
1982-83	14.1	16.3	3.5	0.0	57.3	8.8

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

Gráfico 4.4

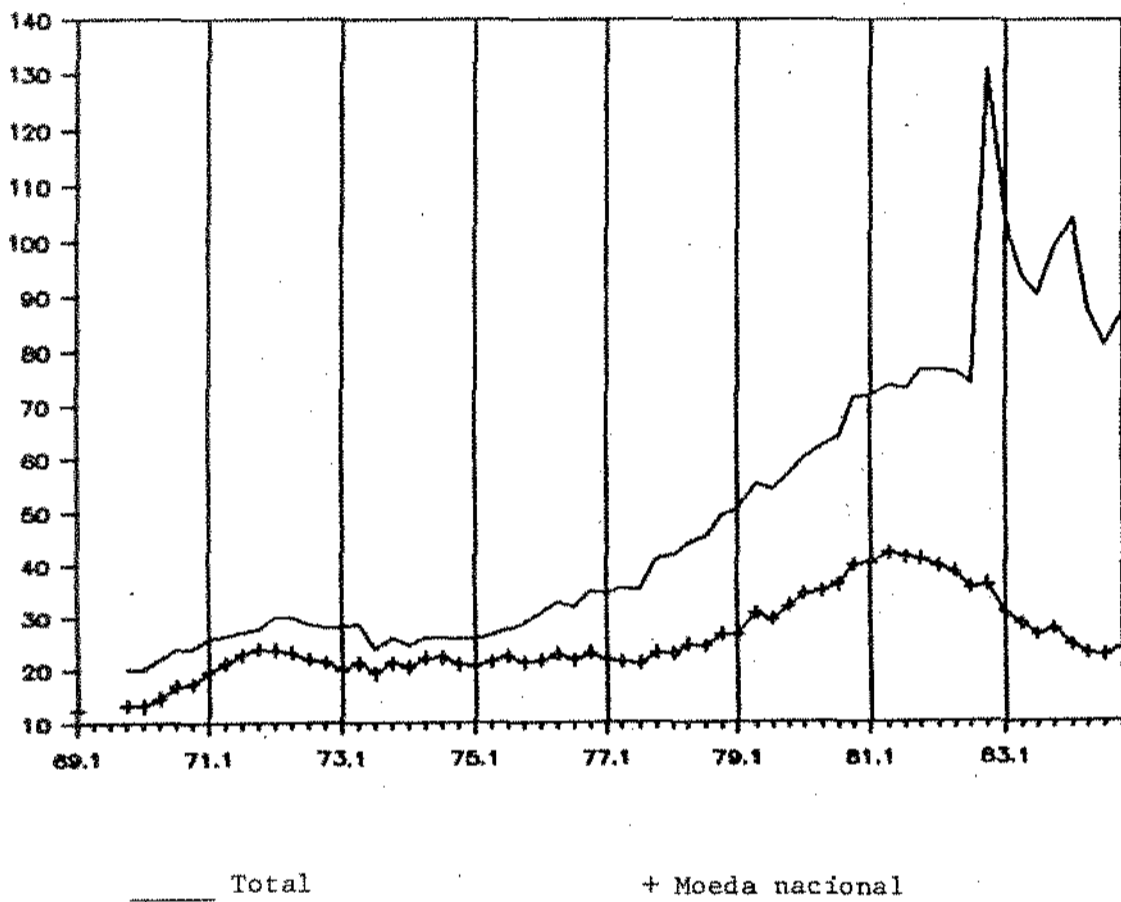
INVESTIMENTO BRUTO FIXO INDUSTRIAL  
Em miles de N\$ a preços de 1961



FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

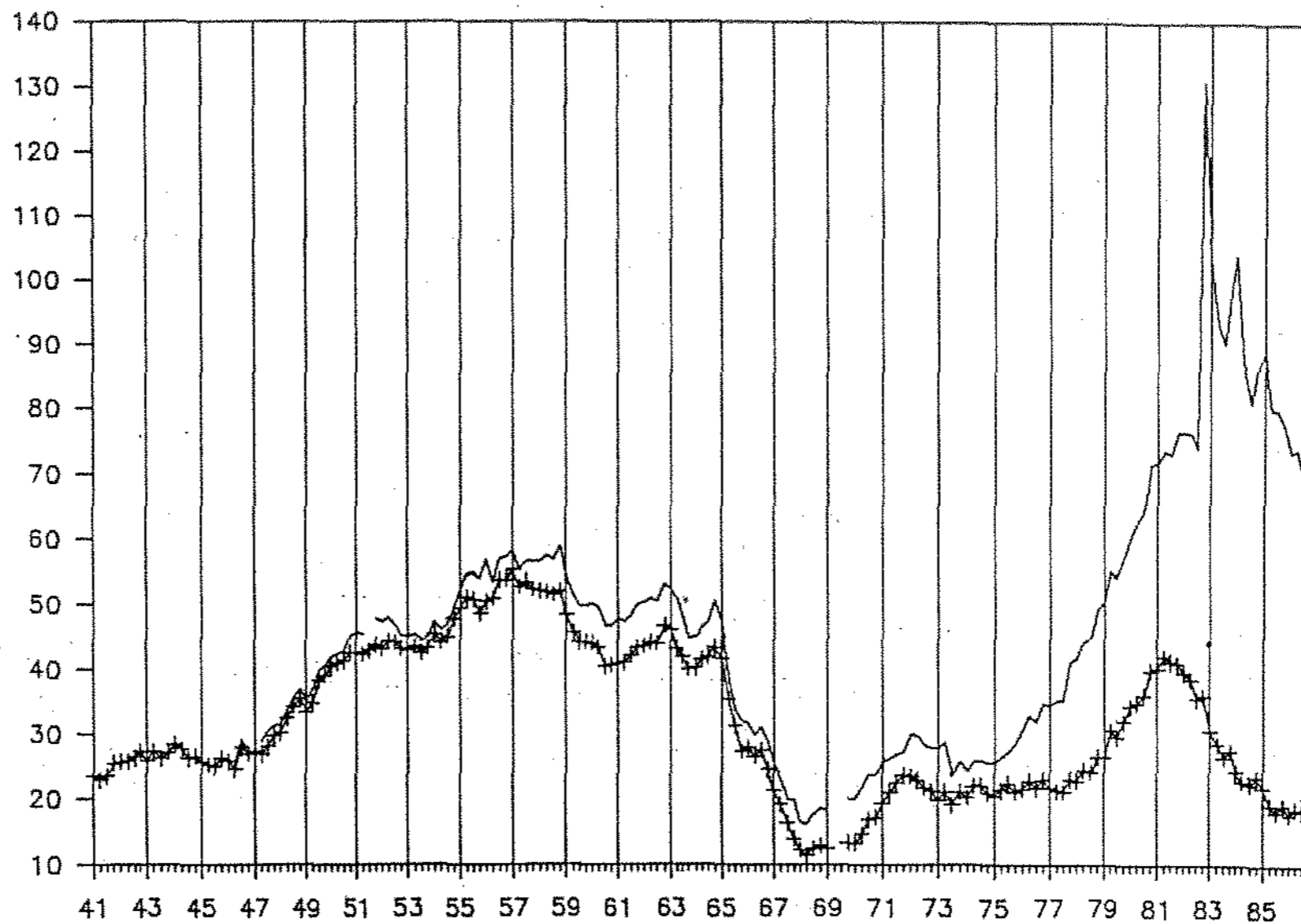
Gráfico 4.5

CREDITO AO SETOR PRIVADO RESIDENTE  
Deflatado por IPC base 1961



FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

Deflatado por IPC base 1961



— Total

+ Moeda Nacional

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

tísticas. Mas o investimento se recupera fortemente em volume, sobretudo a partir de 1976, liderando esse crescimento o investimento industrial que atinge os níveis mais altos, porém estacionários, no triênio 1979-1981. Por outro lado, o investimento público atravessa um período de notável recuperação em relação a seus níveis históricos. Ao ocorrer a recessão, caem tanto as taxas como os volumes de investimento, numa alta magnitude a partir de 1983. O período de ajuste, posterior a 1982, caracteriza-se pelo retrocesso generalizado do investimento, ainda que aquele realizado pelo setor público mantenha níveis altos com respeito aos anos 50 e 60.

Deste modo, os resultados esperados de aumento nas taxas de investimento não aconteceram, se bem tenha-se verificado uma sustentada recuperação nos níveis de investimento até 1982.

#### 4.2. O papel da liberalização financeira no desempenho do investimento

Que responsabilidade teve a liberalização financeira nesse desempenho do investimento? Se analisará primeiro o desempenho do investimento na primeira fase da política econômica, ou seja, nos anos 1974-1978. Depois se considerará a evolução e a origem da recuperação da intermediação financeira, passando logo a considerar o desempenho do investimento no resto do período.

##### 4.2.1. O investimento e o crédito em 1974-1978.

Se a restrição ao crédito foi limitativa antes do começo da reforma financeira, o impacto desta na recuperação do in-

investimento requer, como condição necessária, uma recuperação do crédito em termos reais ao setor privado.

De acordo ao que se pode observar nos gráficos 4.5 e 4.6 produz-se efetivamente uma recuperação do crédito a partir de meados de 1975. Esta recuperação ocorre exclusivamente no crédito em moeda estrangeira até 1977. Também é somente a partir deste ano que se verifica um crescimento sustentado do crédito total. Os máximos níveis históricos da segunda metade dos anos 50 só se recuperam por volta de 1979, sendo que a composição por moeda é totalmente diferente, dada a crescente percentagem do crédito em moeda estrangeira.

Não se dispõe de dados sobre o destino do crédito em moeda estrangeira nesses primeiros anos. Isto não permite analisar precisamente a parte do crédito que mais cresce nesses anos. Os dados existentes sobre a distribuição setorial do crédito em moeda nacional (tabela 4.6) mostram que depois de se eliminar a fixação de quotas de crédito a meados de 1975, no ano seguinte não se apresentam grandes variações. Porém, a partir de 1977 cresce a proporção do crédito ao setor pecuário e, em menor proporção, às construções, enquanto que paralelamente decresce a proporção do crédito destinado à indústria. Desde 1980, opera-se um notável crescimento do crédito ao consumo. Estas variações tem a ver, como se verá mais adiante, com a mudança no perfil do crescimento e o surgimento de borbulhas especulativas nos setores da construção e pecuário, como consequência das mudanças operadas na política econômica.

Dado que a recuperação do investimento privado e, em particular, do investimento industrial já se consegue em 1977, e logo permanecem nesses altos níveis, é possível afirmar que os

TABELA 4.6

Distribuição do crédito dos bancos privados em moeda nacional por setor  
(média de % trimestrais sobre o total)

Período	Agricultura	Pecuária	Indústria manufatureira	Construção	Comércio e serviços	Consumo
1968-1973 (4)	4.2	19.5	48.7	2.2	21.6	3.9
1974	2.3	26.1	46.4	1.7	19.6	4.0
1975	2.6	21.8	48.3	2.2	21.8	3.3
1976 (1)	3.5	18.7	46.6	2.3	24.6	4.3
1977	4.0	28.7	35.0	1.7	25.6	5.1
1978 (2)	3.3	27.6	35.6	2.3	25.4	5.8
1979 (3)	2.8	41.2	27.0	2.2	22.1	4.7
1980	2.6	35.9	28.2	2.7	24.0	6.6
1981	2.8	29.6	25.7	3.0	26.6	12.4
1982	2.8	29.8	22.1	2.8	27.3	15.1
1983	2.2	30.7	25.4	2.9	26.8	12.0
1984	1.8	23.4	35.1	5.6	26.0	8.1

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

CHAMADAS:

- (1) Exclui quarto trimestre.
- (2) Só primeiro trimestre.
- (3) Exclui primeiro semestre.
- (4) Exclui terceiro trimestre de 1969.

TABELA 4.7

Estrutura do investimento industrial em maquinária e equipamento  
(em percentagens)  
Ramos agrupados por destino da produção

Ramos cujo destino da produção é:	1971- 1976	1976- 1977	1978	1979	1980	1981
1. Exportações	16.8	24.3	11.0	21.0	19.3	22.6
2. Bens-salário	41.4	30.1	17.1	35.6	30.5	35.9
3. Insumos intermédios	17.8	29.0	63.4	19.2	21.6	21.3
4. Insumos da construção	5.6	6.5	4.2	12.0	20.6	10.8
5. Consumo capitalista	18.7	10.3	4.5	12.4	8.3	9.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: STOLOVICH, L. La acumulación industrial en el Uruguay. Montevideo, 1987. Tese de graduação, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de la República.

NOTA: Trata-se de uma estimação do investimento a partir de dados sobre a estrutura de idades do estoque de maquinária e equipamento de 1981, tomados de uma pesquisa industrial da DGECE.



efeitos da liberalização nos primeiros anos foram escassos. Isto se vincula novamente às mudanças na política econômica. A recuperação mais rápida do investimento industrial deve ligar-se a todo o jogo dos mecanismos de incentivos, que constituíram a promoção de exportações não tradicionais em 1974-1977, e que depois foram progressivamente retirados. Posteriormente, a liderança do crescimento é assumida pelos setores ligados ao mercado interno, quando a apreciação real da moeda faz com que os preços relativos dos setores de bens não comercializáveis aumentem.

STOLOVICH<sup>2</sup> com fontes de informação independentes dos (e por isso não estritamente compatibilizáveis com os) dados agregados das contas nacionais, assinala essa mudança no perfil do investimento. A tabela 4.7 tomada do trabalho desse autor mostra o maior peso do investimento nos ramos exportadores, nos anos 1976-1977 com respeito aos períodos anteriores e posteriores<sup>3</sup>.

O aumento do investimento de 1975-1977 não parece processar-se com base no aumento do endividamento do setor privado. Outra forma de analisar este tema é partindo da identidade entre poupança e investimento das contas nacionais. Considerando só três grupos de agentes, o setor público (g) o setor privado (p) e o resto do mundo (x), tem-se que:

$$A_g + A_p + A_x = I_g + I_p$$

2 STOLOVICH, Luis. La acumulación industrial en el Uruguay. Montevideo, Tese de Graduação, Universidad de la República, Facultad de Ciencias Económicas, 1987.

3 Se se tem em conta que os dados de 1978 da tabela 4.7 estão muito influenciados pelo grande investimento na refinaria estatal desse ano (perto de 50% do investimento da amostra de Stolovich), a afirmação valeria para 1976-1978 tendo em conta só o investimento privado. Isto explica a anormal queda de 24 a 11% entre 1976-1977 e 1978 na proporção de investimentos dos setores exportadores.

onde A simboliza a poupança e I o investimento de cada setor, indicado o setor pelo sub-índice. Esta identidade também pode escrever-se como:

$$(A_g - I_g) + (A_p - I_p) + A_x = 0$$

A diferença entre poupança e investimento não é mais que o superávit financeiro ou a acumulação líquida de ativos financeiros. Quando é de sinal negativo indica que o setor está acumulando endividamento líquido com o resto.

Na tabela 4.8 pode-se observar que o setor privado praticamente não acumula dívida líquida nos anos 1974-1976. Somente a partir de 1977 endivida-se em forma líquida numa média de menos de 2% do PIB por ano. O panorama muda em 1979-1980, quando sobe notavelmente o endividamento líquido do setor privado, crescendo mais de 9% do PIB nesse biênio. Como o setor público é deficitário, o endividamento se dá, em última instância, com o resto do mundo.

De modo que a recuperação inicial do investimento não aparece ligada à expansão do crédito e sim à política de promoção de exportações.

#### 4.2.2. A substituição de carteira financeira e a elevação dos níveis de intermediação bancária

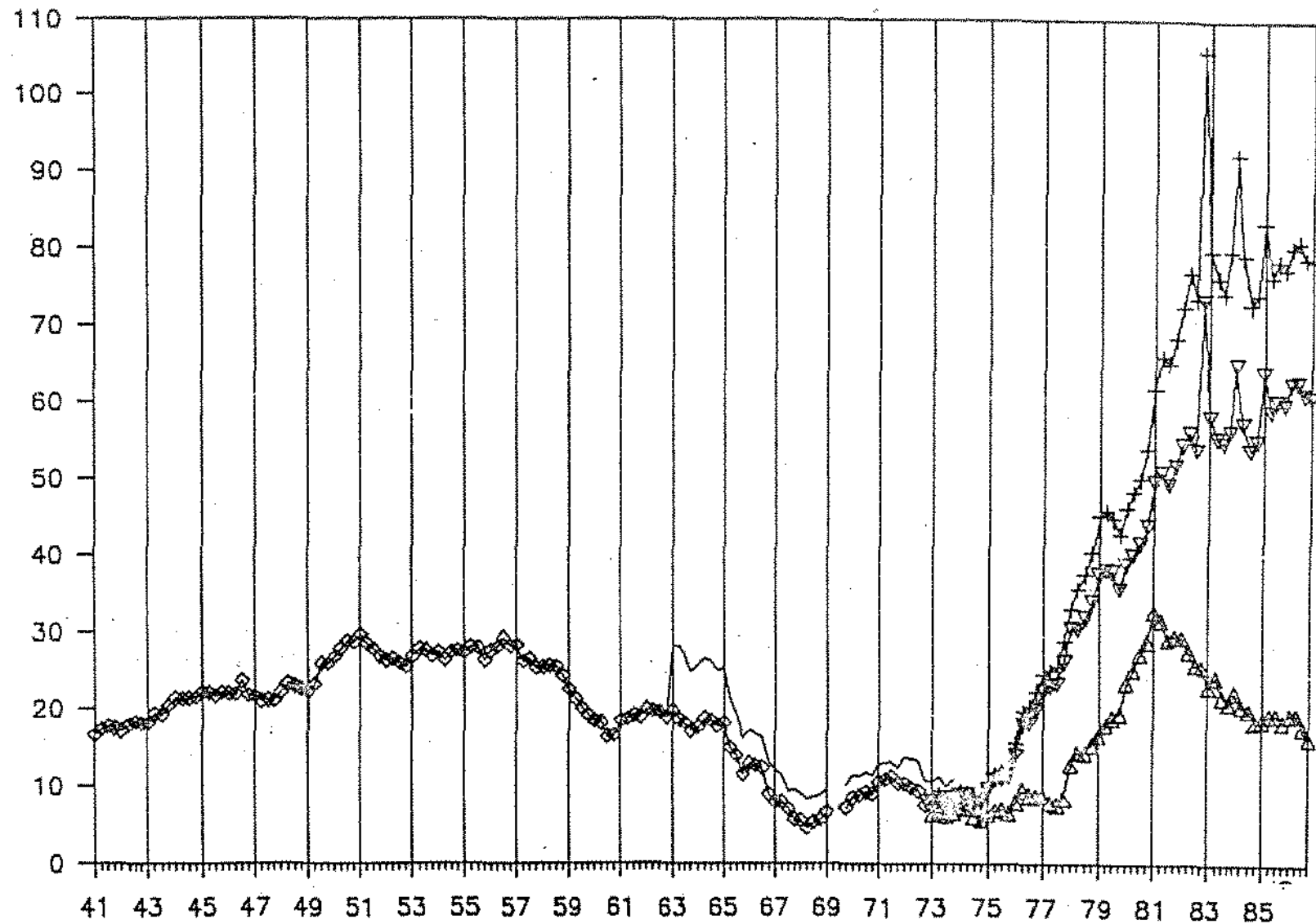
A recuperação do crédito observada desde 1975 não é mais do que a contraparte da recuperação dos depósitos bancários. Esta se processa basicamente nos depósitos a prazo, e podendo-se observá-la no gráfico 4.7 a partir de uma perspectiva de longo prazo. Dado que os bancos privados não assumem risco cambial e emprestam na mesma proporção de moedas em que captam, a recupera-

Acumulação de ativos financeiros  
por setores (em % do PIB)

Período	Público (Ag-Ig)/PIB	Privado (Ap-Ip)/PIB	Externo Ax/PIB
1974	-4.8	1.6	3.2
1975	-3.6	-1.7	5.4
1976	-3.5	1.0	2.4
1977	-2.1	-2.3	4.4
1978	-2.3	-1.5	3.9
1979	-1.4	-3.7	5.2
1980	-1.1	-5.4	6.6
1981	-6.8	2.3	4.5
1982	-13.0	7.6	5.3
1983	-7.7	3.8	3.7
1984	-5.5	2.5	2.8
1955-59	-0.8	-1.2	2.0
1960-62	-2.5	-1.4	3.9
1963-67	-2.9	4.5	-1.6
1968-71	-2.7	2.0	0.7
1972-73	2.4	-1.9	-0.5
1955-73	-1.7	0.8	0.8
1974-78	-3.3	-0.6	3.9
1979-81	-3.1	-2.3	5.4
1982-84	-8.7	4.7	3.9
1974-84	-4.7	0.4	4.3

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

Deflatados por IPC base 1961



— Total (série 1941-72)    ♦ Depósitos a prazo e poupança em moeda nacional (série 1941-72)  
+ Total (série 1972-86)    ▲ Depósitos a prazo e poupança em moeda nacional (série 1972-86)  
                                 ▼ Depósitos de residentes a prazo e poupança, moeda nacional e estrangeira.

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

ção do crédito em moeda nacional se verifica também quando começam a recuperar-se firmemente os depósitos nessa moeda a partir de 1977.

A fonte dessa recuperação dos níveis de intermediação financeira tem dois componentes: a entrada de capitais privados estrangeiros dirigida ao sistema financeiro em forma de depósitos e a realocação da carteira financeira do setor privado residente em ativos contra o sistema bancário. Sobre este ponto tem havido certa discussão, dado que alguns analistas consideraram o grande crescimento dos ativos financeiros no sistema bancário como um processo que se contrapunha à acumulação real. Por isso convém deter-se neste ponto com mais detalhe.

No que respeita à entrada de capitais estrangeiros pela via de depósitos, os dados disponíveis indicam que os depósitos de não residentes em moeda estrangeira passaram de 6 milhões de dólares a meados de 1974 a um máximo de um bilhão a meados de 1982<sup>4</sup>.

Os depósitos provinham sobretudo da Argentina, favorecidos pela curta distância da praça financeira montevideana com respeito de Buenos Aires. Os dados sobre as taxas de juros pagas sobre depósitos em moeda estrangeira indicam que, em quase todo o período, estas se situavam por baixo dos níveis das aplicações no euromercado. Ainda que ao utilizar-se taxas médias pode se introduzir alguma distorção, em tanto que pode ser possível que os depósitos de não residentes ao serem de grandes magnitudes tenham tido por

---

<sup>4</sup> Os dados sobre depósitos de não residentes anteriores à reforma não são confiáveis porque existia uma taxa de recolhimento compulsório maior que sobre os depósitos de residentes em moeda estrangeira. Isto estimulava os bancos a apresentar como pertencentes a residentes parte dos depósitos de não residentes.

isso mesmo acesso a taxas mais altas, a diferença é indicativa de que os capitais que entraram eram de pequena e média escala, e não consideravam como alternativa dirigir-se a praças financeiras mais seguras<sup>5</sup>. A tabela 4.9 apresenta a evolução dos depósitos de não residentes, sua relação com o total de depósitos em moeda estrangeira e a diferença de rendimento respeito à taxa de juros do euromercado.

Os depósitos de não residentes foram em parte destinados à operativa off-shore da banca, isto é, a operações de crédito internacional. Esta modalidade, porém, que teria convertido Montevideo numa praça financeira internacional, atingiu apenas 20% dos depósitos no período de auge de entrada de capitais (1978-1982). Ainda sendo verdade que estas operações se incrementaram em mais de 30% no final de 1984, isto aconteceu porque a insolvência das empresas locais fez com que os créditos internos não resultassem rentáveis. Por outro lado, esse aumento se verifica num período de contração do montante de depósitos de não residentes, o que sugere que se deve também à lentidão de adaptar a carteira aos saques dos depositantes.

---

5 Esta hipótese verifica-se com alguns dados existentes sobre taxas de juros passivas máximas em dólares. Tomando estas taxas, a diferença de rendimento respeito ao eurodólar é praticamente nula, sendo que a prima de risco-país deveria ser superior para o Uruguay. Os períodos nos quais a taxa local média está por cima da do euromercado coincidem com períodos nos quais há razões para supor que aumentou a percepção do risco-país por parte dos depositantes. Isto aconteceu ao longo do segundo e terceiro trimestre de 1980, quando se produz a crise financeira argentina; é possível pensar que os depositantes argentinos associaram a inadimplência do sistema financeiro argentino à política econômica, de orientação similar à uruguaia, projetando a imagem de insolvência sobre o sistema financeiro uruguaio. A meados de 1981, quando começam as dificuldades financeiras internas nas empresas do Uruguay e manifesta-se a recessão, a diferença volta a ser novamente positiva. A tendência iniciada então só se reverte quando culminam as operações de resgate do sistema financeiro realizadas pelo BCU. Veja-se NOIA, Nelson. Un esquema descriptivo para el análisis de las tasas de interés. In: Suma, v. 1, n. 1, pp. 131-157, outubro de 1986

TABELA 4.9  
DEPOSITOS DE NAO RESIDENTES E DIFERENÇA DE TAXAS DE JUROS

Ano	Trimestre	Depósitos de não residentes em moeda estrangeira nos bancos privados (a fim de trimestre)		Diferença entre taxa local de depósitos em dólares e taxa de eurodólares (médias trimestrais em % anualizado)
		Em milhões de U\$S	Em % do total de depósitos em moeda estrangeira	
1973	I	6.8	24.7	s.d.
	II	5.1	17.8	s.d.
	III	4.7	13.9	s.d.
	IV	5.6	16.1	s.d.
1974	I	6.0	16.3	s.d.
	II	6.0	16.6	s.d.
	III	7.5	18.0	s.d.
	IV	8.6	16.8	s.d.
1975	I	9.5	15.6	s.d.
	II	13.9	17.4	s.d.
	III	13.0	14.7	s.d.
	IV	22.5	20.9	s.d.
1976	I	30.7	22.5	s.d.
	II	31.6	18.7	s.d.
	III	40.5	20.0	1.8
	IV	46.1	19.7	2.0
1977	I	43.8	15.0	2.0
	II	44.7	13.6	1.5
	III	51.3	14.1	0.7
	IV	61.9	15.1	0.1
1978	I	58.3	13.7	0.2
	II	129.8	28.0	-0.3
	III	143.6	27.9	-0.7
	IV	161.1	28.3	-3.4
1979	I	205.8	29.7	-2.0
	II	229.0	30.7	-2.0
	III	234.3	29.9	-2.9
	IV	274.7	33.7	-3.0

TABELA 4.9 (Continuação)

## DEPOSITOS DE NAO RESIDENTES E DIFERENÇA DE TAXAS DE JUROS

Ano	Trimestre	Depósitos de nao residentes em moeda estrangeira nos bancos privados (a fim de trimestre)		Diferença entre taxa local de depósitos em dólares e taxa de eurodólares (médias trimestrais em % anualizado)
		Em milhões de U\$S	Em % do total de depósitos em moeda estrangeira	
1980	I	306.9	35.5	-3.5
	II	364.2	39.6	2.4
	III	391.7	42.0	0.9
	IV	473.3	45.5	-3.1
1981	I	586.3	47.3	-2.0
	II	752.4	50.3	-2.5
	III	827.1	49.3	-2.1
	IV	871.6	48.3	0.3
1982	I	917.1	47.1	-1.0
	II	1055.6	47.9	-0.6
	III	989.2	48.2	-0.8
	IV	700.6	49.3	0.3
1983	I	575.8	46.3	1.0
	II	604.6	49.3	0.6
	III	553.0	46.4	-0.2
	IV	600.7	50.0	0.0
1984	I	619.4	50.2	-0.6
	II	591.3	48.7	-1.4
	III	537.8	47.5	-1.1
	IV	473.0	46.0	1.0

FONTES: Elaboração própria a partir de dados do BCU e NOYA, Nelson. Ur esquema descriptivo para el análisis de las tasas de interés. In: Suma, Montevideo, v. 1, n. 1, outubro de 1986.



Para estimar a realocação da carteira do setor privado residente realizamos uma estimação da riqueza financeira em poder do setor privado, tendo em conta as fugas de capitais. Esta se baseia em alguns supostos sobre o conteúdo de certos rubros do balanço de pagamentos.

Em primeiro lugar, tomou-se o saldo de erros e omissões do balanço de pagamentos como representativo dos movimentos de capital do setor privado não bancário, porque estes não se registram em nenhum outro rubro, à exceção dos créditos comerciais das empresas importadoras<sup>6</sup>. Em segundo lugar, dado que os registros da conta de capital do balanço de pagamentos incluem todas as emissões líquidas de valores públicos em moeda estrangeira que não são compradas pelo sistema financeiro local, é preciso fazer uma correção à conta de erros e omissões. A contabilidade oficial, ao não poder discriminar em que proporção os valores públicos em moeda estrangeira são comprados por residentes e por não residentes, assume a hipótese de que todos são comprados por não residentes. Experimentamos diversas hipóteses alternativas sobre essa proporção para efeitos de estimar corretamente o volume de ativos externos nas mãos do setor privado e, partindo daí, o volume de ativos financeiros totais. Dado que também os juros corres-

---

6 Obviamente, aqui cabe fazer a mesma ressalva que se realizou quando, no capítulo anterior, comentava-se a evolução do sistema financeiro informal e da fuga de capitais nos anos 60. Uma parte de erros e omissões, que imputa-se totalmente à saída de capitais e também, por conseguinte, do que aqui se denomina ativos externos líquidos em poder do setor privado não-financeiro, na realidade, é o desvio de fundos para o mercado de crédito para-bancário. Por outro lado, a conta de erros e omissões pode efetivamente recolher erros de estimação de outras contas. Este é o caso por exemplo, das compras de bens por contrabando. Além do mais, o subfaturamento de exportações e o sobrefaturamento de importações em períodos de controle de câmbios com propósitos de acumular ativos externos não seria captado pelo saldo de erros e omissões. Portanto, as estimações realizadas devem ser tomadas como uma aproximação.

pondentes a ditos valores se computam na conta corrente, cabe efetuar uma correção ao saldo da conta corrente para chegar a um montante estimado de saída ou entrada líquida de capitais.

Os resultados das diversas hipóteses apresentam-se na tabela 4.10, onde têm-se acumulado os saldos de erros e omissões desde 1955. As emissões de valores públicos em dólares começam em 1968, de modo que somente a partir dessa data apresentam-se diferenças entre as diversas hipóteses. A hipótese de proporção variável, que aparece na última coluna da esquerda corresponde a uma estimação realizada na base da proporção de depósitos de não residentes no total de depósitos em moeda estrangeira na banca privada, da qual têm-se dados desde 1967<sup>7</sup>. Dado que os valores públicos são, em alta proporção, bônus a longo prazo e, em todo caso, mais seguros que os depósitos bancários ao contar com a garantia estatal, supôs-se que a proporção da emissão líquida adquirida pelos não residentes era em 20% superior à proporção dos depósitos em moeda estrangeira<sup>8</sup>.

Daqui em diante, para simplificar a apresentação dos dados e pela ausência de diferenças significativas, só se utilizarão duas hipóteses a respeito da proporção da emissão de valores públicos em mãos de residentes: a de 50% e a proporcional à evolução dos depósitos em moeda estrangeira ou "variável".

---

7 Poder-se-ia argumentar que o que na verdade corresponderia seria usar a proporção da variação de depósitos de residentes no total de depósitos em moeda estrangeira. Porém, deve ter-se presente que os depósitos a mais de um ano de prazo são insignificantes e, por isso, a quase totalidade dos depósitos em moeda estrangeira são renovados ou retirados dentro de um ano.

8 Realizou-se também uma estimação supondo que os ativos externos rendiam uma taxa de juros que se capitalizava em diferentes proporções. Como os resultados não diferiam substancialmente, utilizou-se exclusivamente os saldos acumulados sem capitalização de juros. Quer dizer, supõe-se que os eventuais juros dos ativos externos gastam-se completamente fora do país.

TABELA 4.10

Acumulação de erros e omissões do balanço de pagamentos  
(em milhões de dólares)

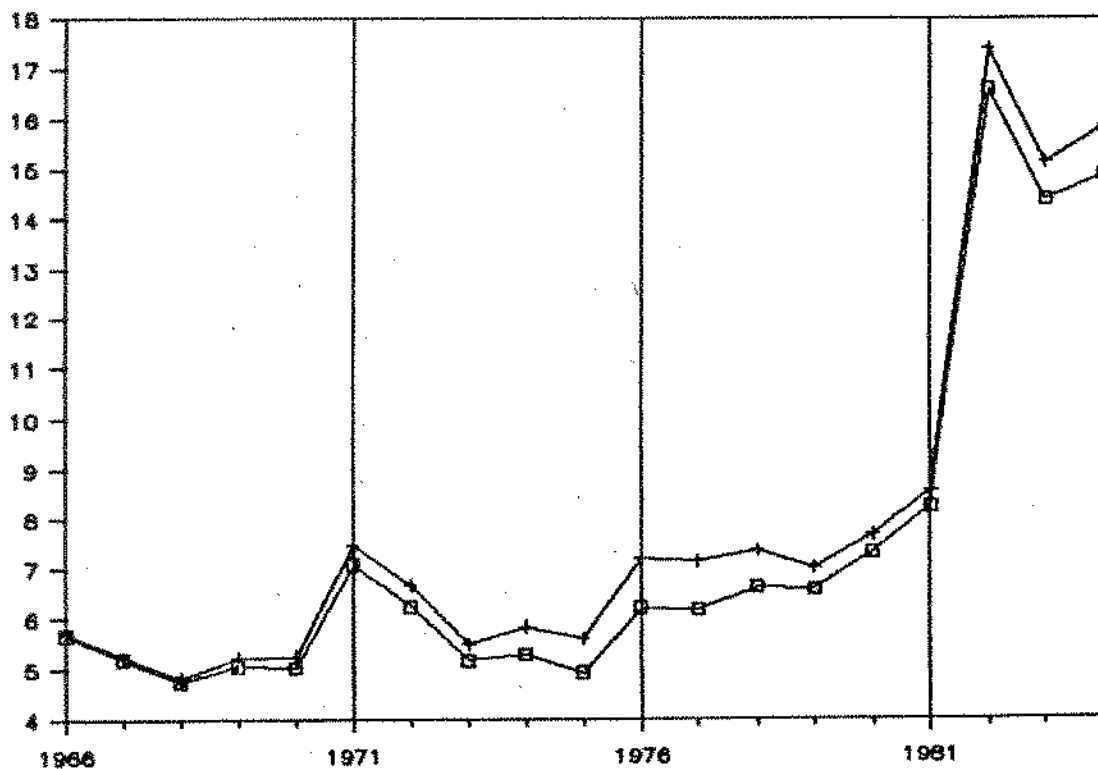
Hipóteses sobre % de compra de valores públicos por residentes:							
Ano	100%	80%	70%	50%	40%	0%	Variável
1964	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0
1965	145.8	145.8	145.8	145.8	145.8	145.8	145.8
1966	186.1	186.1	186.1	186.1	186.1	186.1	186.1
1967	180.7	181.0	181.2	181.5	181.6	182.2	181.0
1968	195.9	198.2	199.3	201.6	202.7	207.2	198.6
1969	161.1	168.5	172.1	179.5	183.2	197.9	169.9
1970	178.9	187.9	192.4	201.4	205.9	223.9	189.0
1971	204.1	217.1	223.5	236.4	242.9	268.7	217.5
1972	276.7	286.9	292.0	302.2	307.3	327.7	286.2
1973	290.3	303.8	310.6	324.2	331.0	358.1	301.1
1974	311.4	334.4	345.8	368.8	380.2	426.1	331.0
1975	268.5	308.6	328.7	368.8	388.9	469.1	294.4
1976	253.5	298.6	321.1	366.3	388.8	479.1	262.8
1977	253.3	289.8	308.1	344.6	362.9	435.9	228.6
1978	127.8	157.6	172.5	202.2	217.1	276.6	70.2
1979	219.3	235.4	243.5	259.6	267.7	299.9	115.4
1980	161.8	170.5	174.9	183.6	188.0	205.4	24.2
1981	331.1	334.3	335.9	339.0	340.6	347.0	165.2
1982	1544.8	1557.5	1563.9	1576.7	1583.0	1608.5	1391.8
1983	1816.6	1824.7	1828.8	1836.9	1841.0	1857.2	1630.3
1984	1911.6	1923.4	1929.3	1941.1	1947.0	1970.6	1716.6

FONTE: Elaboração própria em base a dados do BCU.

Gráfico 4.8

## ATIVOS FINANCEIROS DEFLATADOS POR IPC

Com IPC base 1961

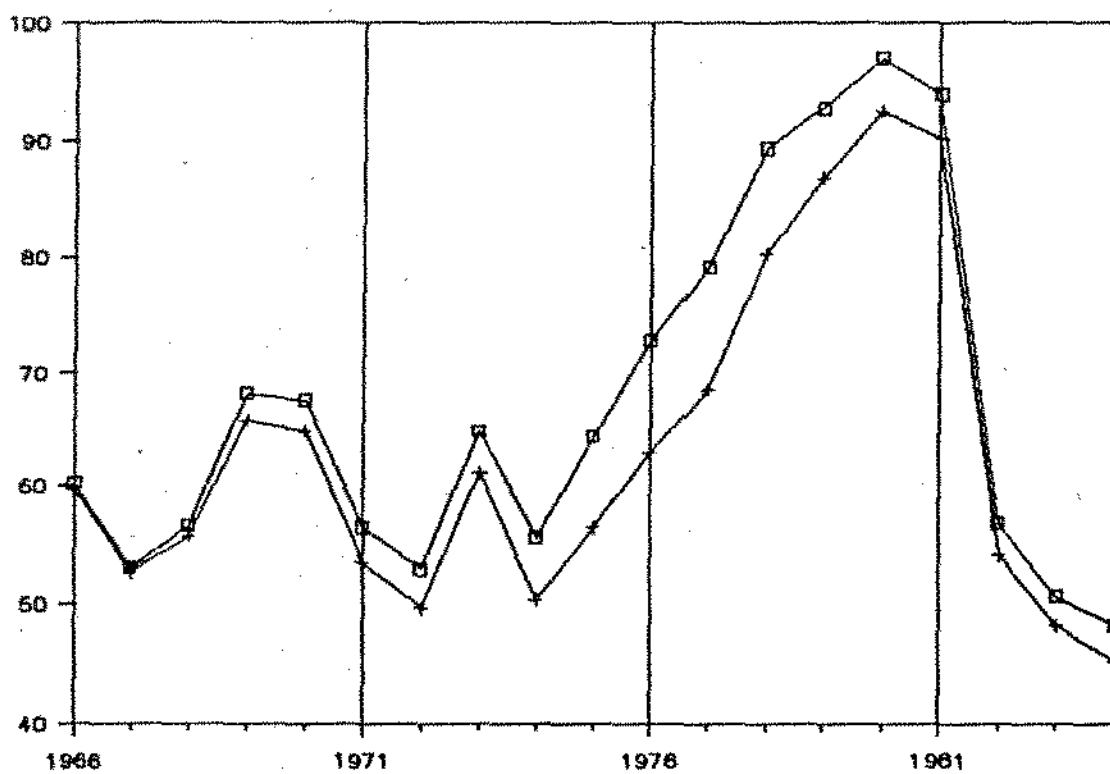


□ Hipótese variável                      + Hipótese de 50%

FONTE: Elaborado a partir de dados do BCU.

Gráfico 4.9

PROPORÇÃO DE ATIVOS BANCÁRIOS  
Em % de ativos financeiros privados



□ Hipótese variável

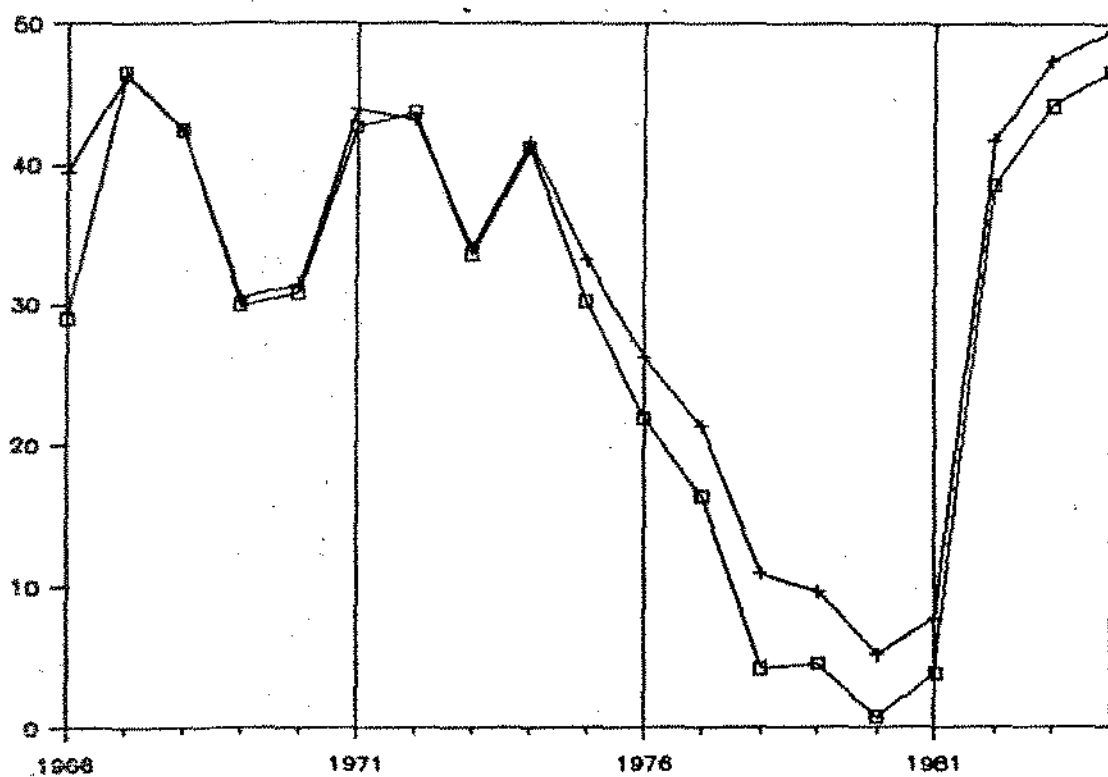
+ Hipótese de 50%

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

Gráfico 4.10

## PROPORÇÃO DE ATIVOS EXTERNOS

Em % de ativos financeiros privados



□ Hipótese variável

+ Hipótese de 50%

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

Dessa maneira, somando ao total de ativos externos líquidos os ativos contra o sistema financeiro local e ativos contra o governo (dívida pública) chegou-se ao total da riqueza financeira do setor privado, cuja evolução em termos reais apresenta-se no gráfico 4.8. Nela pode-se apreciar que exceto um aumento considerável em 1976 (mas que só recupera os valores de princípios da década) a riqueza financeira total do setor privado não aumenta senão a partir de 1980 em diante.

Também, a partir de então pode-se observar que a proporção da carteira financeira, destinada ao sistema bancário, cresce sistematicamente desde o começo da reforma financeira em 1974 até a crise de 1981. A variação nas percentagens é considerável: segundo as diferentes estimações essa proporção situava-se entre 50 e 55% do total da riqueza financeira a começos da reforma — percentagem similar à da segunda metade da década dos 60, quando a desintermediação financeira atinge seu ponto mínimo —; em 1980, essa percentagem situava-se entre 90 e 95% do total. O gráfico 4.9 mostra a evolução dessa proporção.

A contraparte dessa substituição de carteira deve encontrar-se na diminuição dos ativos externos. Tal como pode observar-se no gráfico 4.10, estes caem de 40%, em 1974, até chegar a percentagem inferiores a 5% do total, em 1980.

Em síntese, a recuperação da intermediação financeira deveu-se à realocação da carteira de ativos financeiros acumulados do setor privado e não a um crescimento do total dos mesmos. O segundo elemento que manteve essa recuperação foi a entrada de capitais estrangeiros da região.

Em ambos fenômenos a influência da liberalização financeira foi importante, pois a possibilidade de obter rendimentos

reais positivos ou, pelo menos, levemente negativos, foi o que determinou a mudança de carteira e a entrada de capitais<sup>9</sup>. Os ativos internos em moeda estrangeira começam a recuperar-se quando há livre movimento de capitais. De outro lado, a proporção de ativos em moeda nacional aumentou quando a taxa de juros em moeda nacional foi mais alta que a taxa de juros em dólares mais a desvalorização. Esta proporção manteve-se até que houve credibilidade nas pautas cambiais pré-anunciadas, ou seja, nos dois primeiros anos de sua vigência. O gráfico 4.11. ilustra a composição por moedas da riqueza financeira privada. Ela pode comparar-se à evolução das taxas de juros reais em dólares e em moeda nacional (gráfico 3.2.).

#### 4.2.3. As mudanças de política econômica, os choques externos e os comportamentos especulativos

Se o investimento em 1974-1978 foi liderado pelos setores exportadores não tradicionais, como se explica que quando são retirados os incentivos a estes setores, o investimento agregado não só não deixa de crescer senão que, inclusive, aumenta?. A resposta deve encontrar-se na série de mudanças na política econômica e no contexto externo que afetaram a economia no transcurso de 1978 e 1979.

Como foi mencionado no capítulo anterior, a adoção da política de pré-anúncios cambiais e o abandono da política monetária ativa, foi seguida de uma reavaliação real do peso de grande magnitude. Isto provocou uma súbita mudança nos preços relativos em favor dos bens não comercializáveis. No gráfico 4.12 pode -se

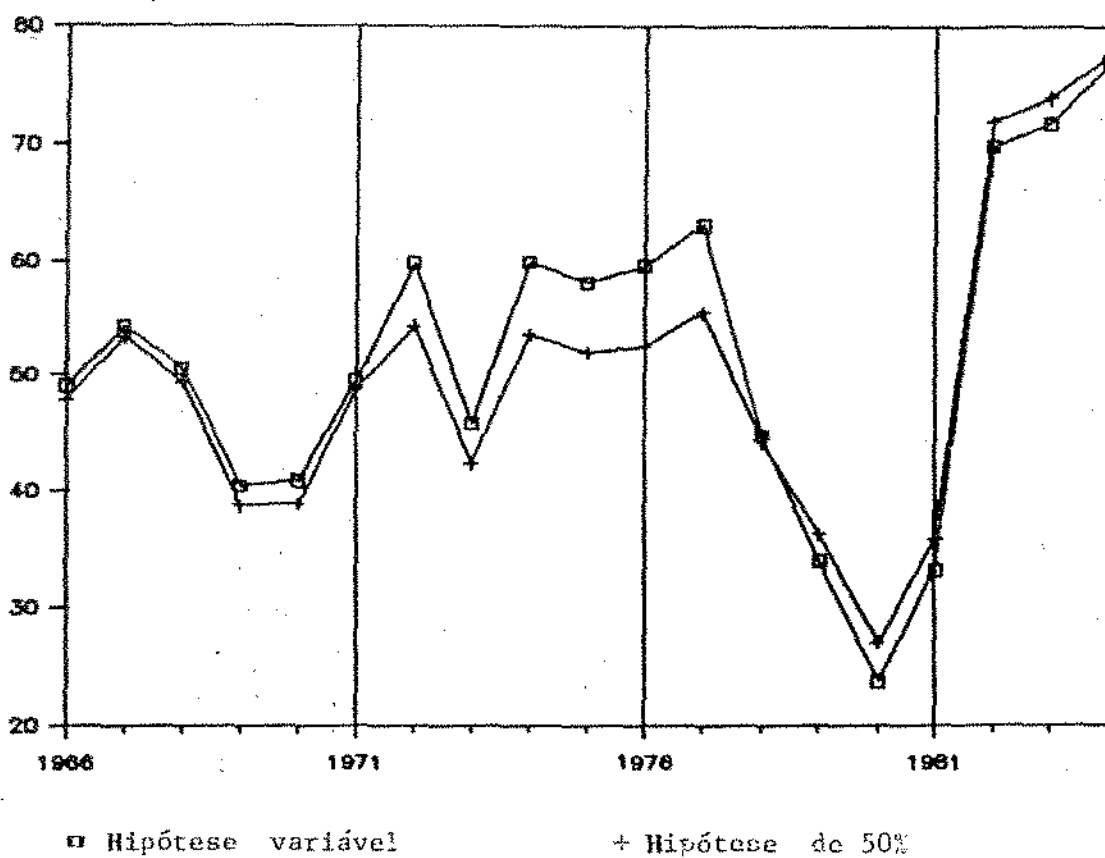
---

<sup>9</sup> Deve-se recordar que a taxa real de juros internacional era negativa nesses anos.



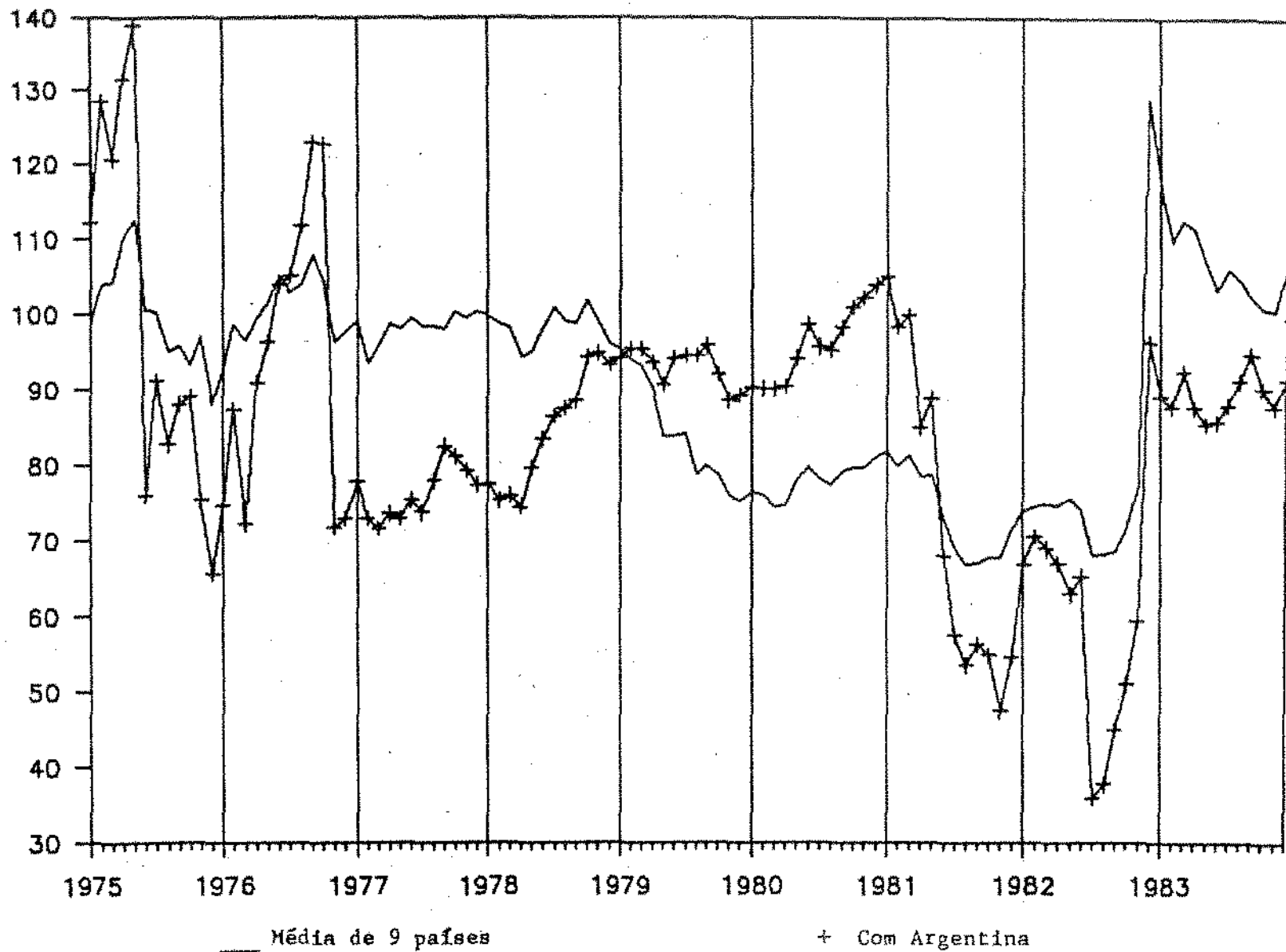
Gráfico 4.11

PROPORÇÃO DE ATIVOS EM MOEDA ESTRANGEIRA  
Em % de ativos financeiros privados



FONTE: Elaborada em base a dados do BCU.

Em relação a 9 moedas. Base 1975: 100



FONTE: Elaborado em base a dados do BCU e do FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

observar a magnitude da queda da taxa de câmbio real que se concentra quase que exclusivamente no primeiro semestre de 1979, para depois estabilizar-se a fins de 1982.

Neste mesmo gráfico descreve-se a evolução da taxa de câmbio real com respeito à Argentina, principal sócio comercial do país nesses anos (quase 20% do comércio total). A evolução dessa taxa de câmbio específica foi totalmente inversa à média desde meados de 1978 até o primeiro trimestre de 1981. A adoção de uma política cambial similar por parte da Argentina provocou que o atraso cambial uruguaio ficasse parcialmente compensado pelo maior atraso cambial argentino.

Isto teve como consequência que uma série de indústrias, normalmente só de mercado interno, fossem favorecidas com essa evolução ao ter oportunidade de penetrar no mercado argentino. Se bem a economia argentina atravessasse um período de flutuações em torno à tendência de estagnação, a abertura comercial da política de desgravação alfandegária provocou um aumento das suas importações. No gráfico 4.13 observa-se claramente o impacto da maior demanda externa que enfrentou a economia uruguaia como consequência da abertura argentina. A partir de meados de 1978 e até fins de 1980 há um crescimento espetacular nas importações argentinas. Em volume físico tem uma taxa acumulativa anual de mais de 28%.

Um choque externo, vinculado também à evolução da economia argentina, deflagrou uma borbulha especulativa no investimento imobiliário a meados de 1978. A desaceleração do ritmo de desvalorização do peso argentino nessa data, ainda antes de adotar a política de pré-anúncios cambiais a fins desse ano, deu lugar a uma súbita queda dos preços dos imóveis em Punta del Este

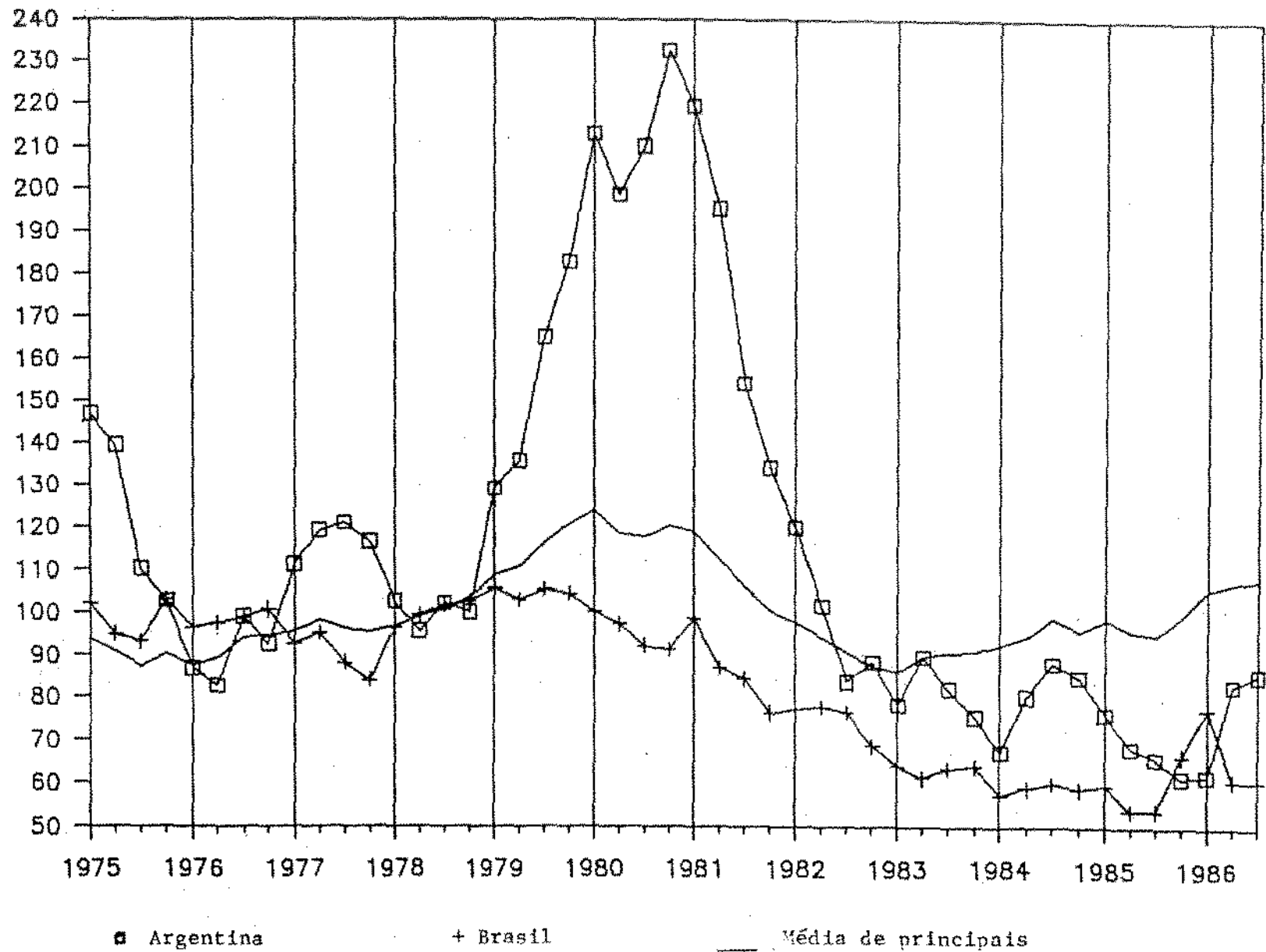
em termos de bens argentinos. Isto provocou uma entrada de capitais para a construção civil, que acelerou notavelmente o ritmo de investimento privado em construções a partir dessa data, assim como aumentou os preços dos imóveis.

Mas a borbulha estendeu-se rapidamente à construção residencial fora da zona balneária, chegando à capital. Essa extensão fora da zona originária evidencia que logo começaram a entrar nela capitais nacionais. No gráfico 4.14 pode-se observar a evolução da construção privada e da relação entre o preço das vivendas e o custo da construção (denominada "q" em alusão às variáveis utilizadas por Tobin).

Outro fato importante que estimulou o crescimento do investimento e que se reflete na já comentada maior participação do crédito à pecuária no total (tabela 4.6) é a borbulha especulativa gerada em torno ao gado, entre meados de 1978 e meados de 1979. Essa borbulha foi desencadeada pela liberalização do preço do gado, em agosto de 1978, um dos últimos preços a ser liberado. A medida foi decidida em momentos em que o preço do gado entrava na fase alcista do seu ciclo.

É sabido que o setor pecuário em Uruguai e em outros países tem um ciclo de preços e de vendas de entre 6 e 8 anos. Nesse ciclo, a resposta do preço é inversa à da produção, dado que ao ser o gado ao mesmo tempo um bem de capital e um bem de consumo, a elevação do preço gera uma retração nas vendas (abate) pela decisão de aumentar o estoque frente às expectativas de maiores ganhos futuros. Isto retroalimenta o aumento dos preços, dado que a oferta se contrai na fase de alta dos preços. O contrário acontece na fase de tendência à baixa.

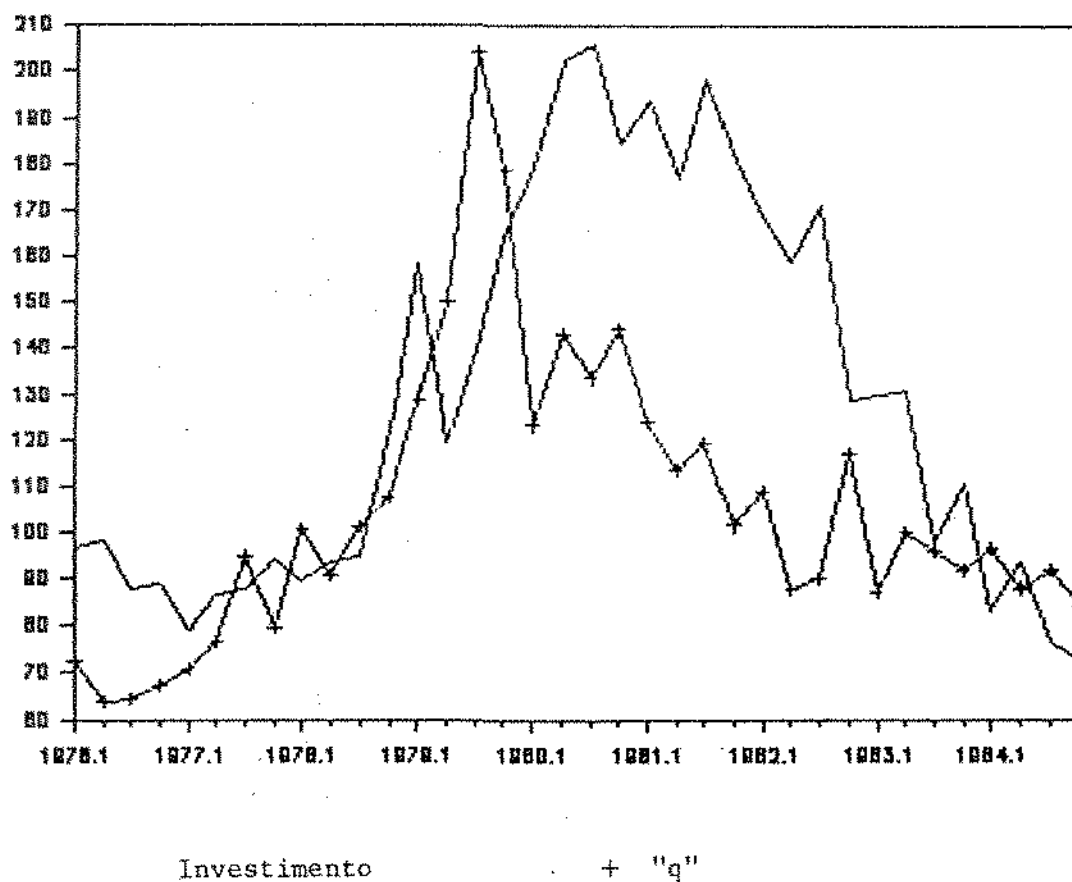
A liberalização dos preços teve também maiores implica-



FONTE: Elaborado a partir de dados do BCU e do FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

Gráfico 4.14

INVESTIMENTO PRIVADO EM CONSTRUÇÃO E "q"  
 Índice base 1978 = 100



FONTE: GRAU, C., NOYA, N. e RAMA, M. El precio de la vivienda. Consecuencias contables y efectos macroeconómicos. In: Suma v. 2, n. 3, outubro 1987.

ções que em outros setores, pois constituía uma reivindicação histórica das associações de empresários pecuários, que viam na fixação dos preços a principal restrição à capacidade de crescimento do setor. Isto provocou uma sobrevalorização das expectativas de ganhos futuros, desencadeando a especulação. No gráfico 4.15 pode-se ver a evolução do preço do gado em relação ao nível geral de preços ao atacado. Ali observa-se como, num período de pouco mais de um ano, os preços do gado, se multiplicaram por 2,5 em termos reais.

Somado a esses choques externos e movimentos especulativos, e como parte do processo de atraso cambial, a existência da indexação dos salários, depois do impacto inicial dos aumentos de preços desencadeados pelas borbulhas imobiliárias e pecuária, o salário real começou a se recuperar em 1980<sup>10</sup>. Isto impulsionou o mercado interno de bens de consumo de massas.

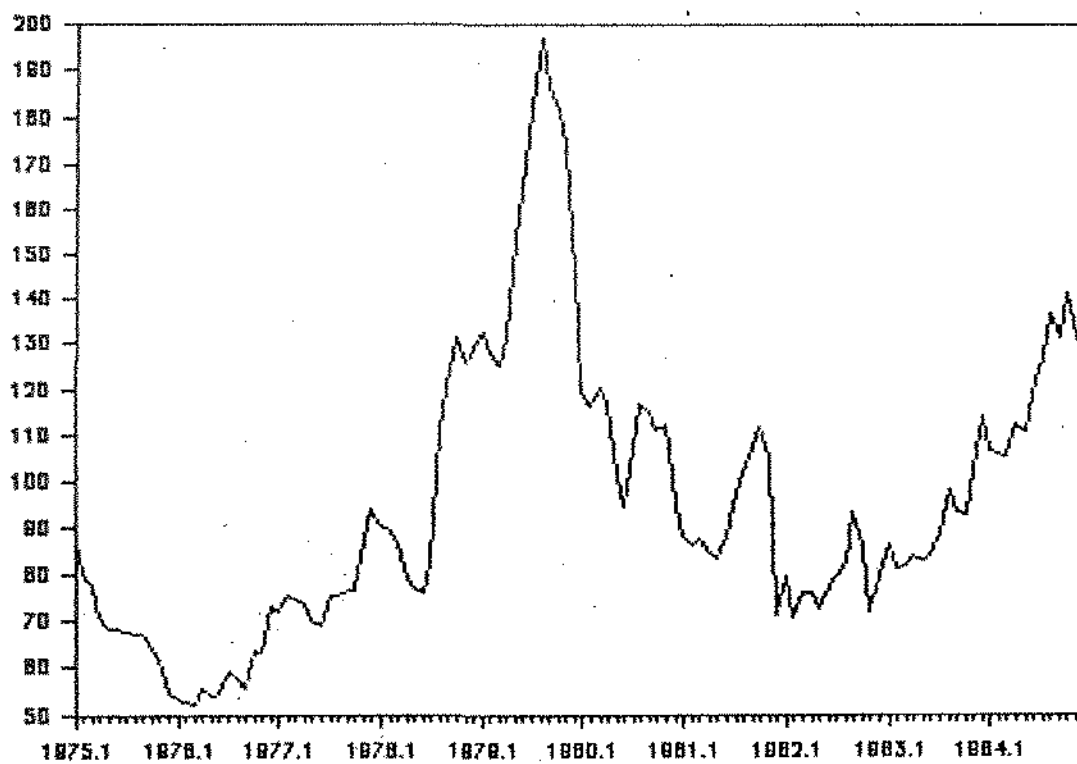
Todos estes choques foram gerando um clima de euforia nos anos 1979-1980, que se traduz no endividamento das empresas. Esta é a fase de maior crescimento do crédito, tal como se pode observar no gráfico 4.5. A mencionada elevação da acumulação líquida de dívida por parte do setor privado, em 1979-1980, em mais de 9% do PIB (tabela 4.8) é outro indicador deste fenômeno. E mais ainda quando se observa que, numa perspectiva de longo pra-

---

10 A existência de contratos indexados em base à inflação passada nos setores de bens não comercializáveis, conjuntamente com mecanismo oligopolísticos de formação de preços, têm sido uma das razões comumente sustentada para explicar a apreciação real da taxa de câmbio durante a política de pautas. Também inclui-se em suas determinantes a inexistência de uma arbitragem perfeita nos preços dos bens comercializáveis. No caso uruguaio, a aceleração inflacionária imediata é posta em prática dos pré-anúncios cambiais, que foi a determinante inicial da apreciação real (já que esta se concentrou nos primeiros meses) parecem ter tido um papel considerável. Mais tarde, os mecanismos mencionados perpetuaram o atraso cambial.

Gráfico 4.15

PREÇO DO GADO VACUNO  
Índice base 1978 100 deflatado por IP ao atacado



FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.



zo, nenhum outro período tinha-se caracterizado por essa magnitude de acumulação líquida de divisas por parte do setor privado.

O crédito necessário para que a fase de euforia continuasse, veio da já analisada recomposição da carteira financeira dos agentes privados para o sistema bancário e da entrada de capitais. Mas a política econômica também contribuiu para isto.

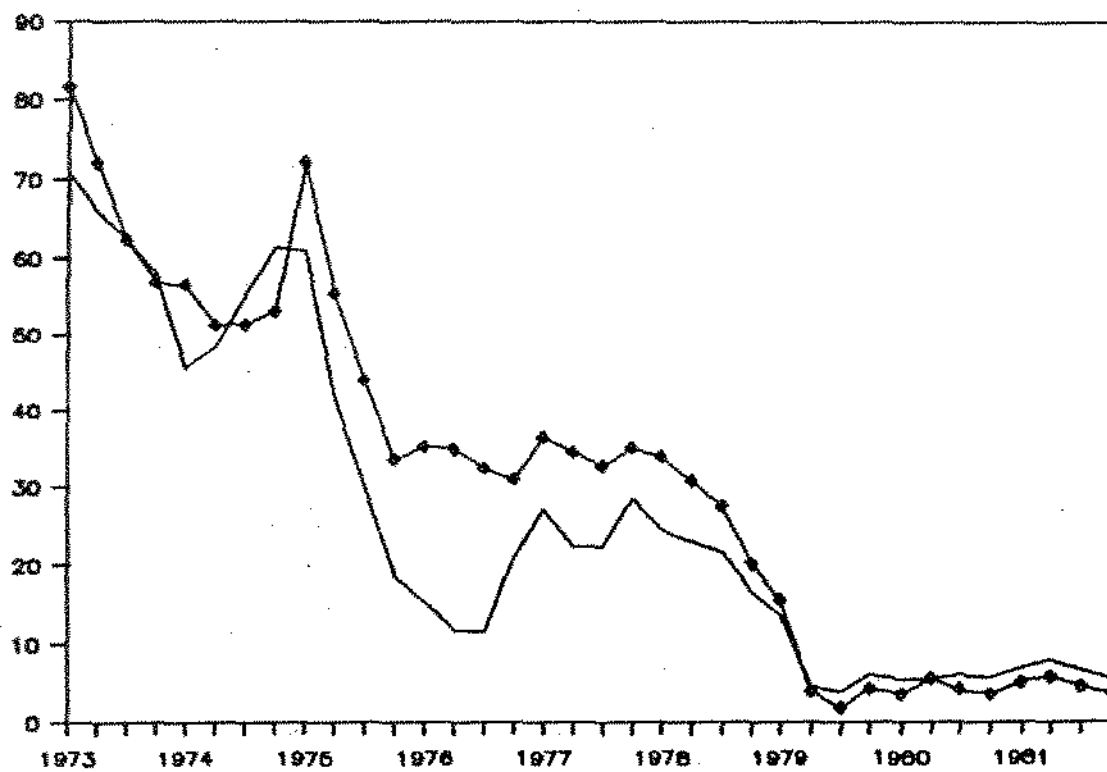
A adoção de uma política monetária passiva e o equilíbrio fiscal liberaram uma proporção importante dos recursos financeiros. Os efeitos da eliminação dos requisitos de recolhimento compulsório e a amortização da dívida do setor público com o setor financeiro podem ser vistas no gráfico 4.16. Há uma persistente queda do recolhimento e do crédito líquido do setor público em relação aos depósitos desde fins de 1977 (quando a relação atingia a 40%) até meados de 1979 (quando chega a menos de 5%). A queda se acelera entre meados de 1978 e meados de 1979.

Além do mais, o aumento do endividamento foi estimulado inicialmente por taxas de juros ativas reais negativas até o terceiro trimestre de 1979, tal como se vê no gráfico 3.3. Nisto também teve incidência a política cambial. No caso das taxas em moeda estrangeira, é óbvio que a desaceleração do ritmo de desvalorização reduz o custo do crédito nessa moeda. No caso do crédito em moeda nacional, houve uma queda inicial nas taxas nominais de juros. Embora não se possa sustentar que durante o período de pautas tenha existido uma arbitragem perfeita entre taxas em moeda nacional e taxas em dólares, parcialmente essa arbitragem funcionou. Isto é mais verdadeiro para o período inicial das pautas cambiais, quando a confiança nelas era bastante alta. A queda da taxa de desvalorização, fez com que a tendência a que a taxa nominal em moeda nacional se fixasse de acordo à taxa em

Gráfico 4.16

## CANALIZAÇÃO DO CRÉDITO AO SETOR PÚBLICO

Em % de depósitos



— Recolhimento de bancos oficiais      ◊ Crédito líquido ao setor público

FONTE: Elaborado em base a dados do BCU.

dólares mais a desvalorização, e operou no sentido de uma queda na taxa nominal.

As expectativas de altos ganhos, que se generalizam a vários setores, puderam relamentar-se pela expansão creditícia no contexto da liberalização financeira. Eram expectativas baseadas em horizontes de cálculo muito curtos, como sempre acontece numa economia inflacionária. As condições de curto prazo nas que se sustentaram não puderam continuar a médio prazo e, em consequência, quando chegou o momento de realizar os lucros, isto resultou inviável.

O atraso cambial e uma série de fenômenos vinculados a ele eram insustentáveis, porque foram gerando desequilíbrios crescentes na conta corrente do balanço de pagamentos. Embora as entradas de capitais as cubrissem numa primeira etapa, isto não foi possível mais tarde. Quando se começou a ter dúvidas sobre a continuidade da política de pré-anúncios, a prima de riscos requerida para manter ativos em moeda nacional aumentou, elevando assim a taxa real de juros em moeda nacional. Isto repercutiu ainda mais sobre o desempenho das empresas, que viram somada à pressão da concorrência externa<sup>11</sup>, a pressão dos custos financeiros em alta. Nos gráficos 3.2 e 3.3 pode-se ver como as taxas em moeda nacional passam a ser maiores que as taxas em dólares. As taxas reais ativas em moeda nacional situavam-se por cima de 20% anual real a partir de começos de 1981. A crescente prima de risco cambial não impediu que para 1981 a carteira financeira dos agentes privados se trasladasse progressivamente a dólares (veja-se o gráfico 4.11).

---

11 Cabe ter presente que as reduções alfandegárias e a queda da taxa de câmbio real pressionaram ao mesmo tempo a capacidade de concorrência da indústria. Em particular, os efeitos da redução alfandegária são importantes a partir de 1981, quando se elimina a margem de proteção redundante.

Isto levou a que as empresas devessem assumir uma maior posição líquida em moeda estrangeira, pondo em perigo a sua solvência em caso de desvalorização.

Quando a desconfiança sobre as pautas cambiais progressivamente se transforma em desconfiança sobre a solvência do sistema financeiro, em 1982, produz-se a saída de capitais e aos déficits em conta corrente agregaram-se os déficits na conta de capital do balanço de pagamentos.

A abertura argentina e a maior capacidade de concorrência com Argentina também tinham um horizonte limitado, pelos mesmos desequilíbrios deflagrados por uma política econômica similar nesse país. Os auges especulativos no setor pecuário e da construção civil eram, por sua própria natureza, efêmeros. Baseavam-se, como toda borbulha especulativa, na expectativa de que os preços dos respectivos bens continuassem-se subindo. Desse modo, os ganhos de capital e não o rendimento na produção eram os que atraíam aos investidores.

A tudo isto agregou-se o contexto internacional desfavorável. A reforma financeira tinha logrado uma maior integração com os mercados financeiros internacionais, de modo que as mudanças nestes repercutiram com grande intensidade. A partir de 1980 começam a elevar-se as taxas de juros internacionais a níveis desconhecidos, começa a recessão internacional em 1981 e, em 1982, interrompe-se o fluxo de créditos dos bancos privados internacionais a América Latina. Tudo isto agravou a crise.

Dessa maneira, os choques de política econômica e as mudanças no contexto internacional impulsionaram à alta as expectativas numa fase inicial. Isto levou ao crescente endividamento empresarial na medida em que as expectativas de ganhos futuros con-

duziram a sobrevalorizar os ativos. Como essas expectativas implicavam um conjunto de preços relativos incompatível com o equilíbrio macroeconômico, resultaram frustradas, iniciando-se então a etapa de restrição financeira das empresas.

Um claro indicador dessa situação é a evolução das carteiras bancárias em situação de atraso de pagamentos (tabela 4.11). Isto também indica que a crise financeira das empresas foi-se trasladando progressivamente ao sistema financeiro que em 1982, enfrentava o saque massivo de depósitos.

A crise financeira agravou-se ainda mais com o abandono do regime de pautas cambiais, que implicou uma recuperação da taxa de câmbio real. Isto gerou uma perda de capital para a maioria das empresas, que tinham-se visto obrigadas a reconverter seus passivos com os bancos à moeda estrangeira, *pari passu* com o desvio da carteira de ativos financeiros privados para os ativos em dólares.

TABELA 4.11

Morosidade das carteiras bancárias com o setor privado  
Em % do total da carteira

---

Jun. 1976	8
Dez. 1976	9
Jun. 1977	11
Dez. 1977	12
Dez. 1978	8
Jun. 1979	5
Dez. 1979	7
Jun. 1980	10
Dez. 1980	9
Jun. 1981	14
Dez. 1981	15
Jun. 1982	20
Dez. 1982	30
Jul. 1983	23
Dez. 1983	24
Jun. 1984	28
Dez. 1984	21

FONTES: BCU, tomado de Colegio de Contadores. Estudios sectoriales de la economía nacional. Montevideo, Crónicas Económicas 1983 até dezembro de 1982 e de ANTIA, El sistema financiero en la crisis. In: FESUR. Instituto de Economía. Uruguay 87. Montevideo, Banda Oriental, 1987, de julho de 1983 em diante.

NOTA: Até dezembro de 1983 inclui aplicações vencidas, devedores em gestão, devedores "por arreglo" e devedores morosos; de julho de 1983 em diante inclui aplicações vencidas, devedores em gestão, devedores em plano de abatimento, despesas a recuperar e aplicações vencidas com renovação com acrescentamento de juros.

## CAPÍTULO V

### AS CONSEQUÊNCIAS SOBRE A ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS

Neste capítulo realiza-se uma análise, a nível das empresas da indústria manufatureira, das mudanças introduzidas pela reforma financeira. Em particular, analisam-se as mudanças nas estruturas de ativos e passivos das empresas, a evolução do investimento em ativo fixo e sua estrutura de financiamento. As empresas agrupam-se segundo sua inserção no mercado externo e segundo seu tamanho.

#### 5.1. Aspectos metodológicos da amostra das empresas

A amostra de empresas é a utilizada nos trabalhos de PASCALE<sup>1</sup>. Estes trabalhos cobriram o período 1972-1976 e 1976-1980, respectivamente. Além disso, o BCU realizou uma continuação dessa pesquisa com uma amostra mais ampla, para o período 1982-1984, a que se processa por primeira vez neste trabalho. Todas estas pesquisas de campo foram reprocessadas para uniformizar critérios e ter uma amostra composta pelas mesmas empresas. As pesquisas levantaram informação sobre os estados de situação, um resumo das contas de resultados<sup>2</sup>, as compras e vendas de ativos fixos, os aportes de capital e a distribuição de lucros.

---

1 PASCALE, Ricardo. Inversión, financiamiento y rentabilidad de la industria manufacturera uruguaya. Montevideo, BCU, 1978, e PASCALE, Ricardo. Comportamiento financiero de la industria manufacturera uruguaya 1977-1980. Montevideo, BCU, 1982.

2 Devido a escassa uniformidade nas respostas sobre a estrutura de custos na conta de resultados, não se pode trabalhar com os agregados destas contas.

A amostra original tomou como base o Registro Industrial de 1968, tendo como única variável de referência o pessoal ocupado. Realizou-se uma amostragem estratificada por agrupações industriais sobre o universo das empresas privadas com mais de 10 pessoas ocupadas<sup>3</sup>.

A sub-amostra tomada neste trabalho corresponde às 68 empresas que responderam às três pesquisas mencionadas. Estas representam, em 1978, o 26% das vendas<sup>4</sup> na indústria manufatureira privada (definida aqui como a que ocupa mais de 20 pessoas).

Classificou-se cada empresa no ramo industrial a 4 dígitos de acordo com a Classificação Industrial Internacional Uniforme, da principal atividade que realizasse. Depois agruparam-se os ramos em quatro classes, de acordo a seus vínculos com o mercado externo: exportadoras tradicionais, altamente exportadoras (não-tradicionais), medianamente exportadoras (não-tradicionais) e de baixa ou nula exportação (ou seja, de mercado interno). Os ramos de exportações tradicionais são, como é usual no Uruguai, basicamente os frigoríficos e na fiação e tecelagem de lã. O critério de classificação por graus de atividade exportadora nas não tradicionais obedeceu à percentagem de exportações no total das vendas dos ramos do período 1975-1978. Na base dessa percentagem ordenaram-se os ramos formando-se três grupos de igual ponderação no valor agregado total de 1978.

---

3 Mais detalhes podem ver-se em PASCALE, R., Inversion...

4 A comparação realiza-se entre as vendas das empresas, ajustadas para ter em conta a diferença dos anos contáveis e do ano civil com as vendas do ano civil declaradas no Censo Industrial de 1978, pelo qual sempre pode haver alguma distorção. Porém, o objetivo é simplesmente ter uma ordem de magnitude da representatividade da amostra.



Também foram classificadas por tamanho, em pequenas, médias e grandes, de acordo ao valor de seu ativo em 1976. Formaram-se três grupos com aproximadamente o mesmo número de empresas em cada um deles.

A efeito de homogeneizar a informação recolhida realizaram-se alguns ajustes<sup>5</sup>. Os rubros em moeda estrangeira do ativo e passivo foram ajustados à taxa de câmbio comercial vendedora de fim do mês. O segundo ajuste correspondeu aos rubros do ativo fixo. Partiu-se dos valores fiscais declarados pelas empresas em 1972<sup>6</sup> e 1982<sup>7</sup>, tanto para os ativos fixos brutos como para as amortizações acumuladas. A eles se lhes foram agregando as aquisições e as vendas de ativos fixos (com as suas correspondentes amortizações acumuladas), reajustando os saldos de acordo a um índice mensal de preços confeccionados por extrapolação dos índices anuais de preços implícitos do investimento em construções não-residenciais e de investimento em maquinaria e equipamento das contas nacionais. A efeitos de calcular a amortização de cada ano supôs-se um esquema de amortização de coeficientes fixos (8% para

---

5 Deve-se ter em conta que somente em 1977 implantou-se um balançete uniforme e obrigatório para as sociedades anônimas, as sociedades em comandita por ações e/os sujeitos passivos de imposto à renda (decreto 827/976).

6 Em alguns casos, quando era evidente que as empresas não tinham reavaliado seus ativos fixos, foi necessário partir de valores do ativo fixo posteriores a 1972, para depois chegar a este retrocedendo no tempo. Isto deve-se em parte à escassa uniformidade das regras contábeis, sobretudo antes de 1976, como foi assinalado na nota anterior.

7 Dado que a pesquisa de campo de 1982-1984 partia de dois anos posteriores ao da finalização da pesquisa de campo de 1976-1980, não se pode realizar o ajuste só a partir dos valores de 1972. Desta forma, a comparação dos resultados do período 1982-1984 com os períodos anteriores vê-se afetada e deve ter-se presente como uma limitação insolúvel deste trabalho. Lamentavelmente, o mesmo problema não nos permite ter uma série contínua que inclua o ano de 1981, além de tudo, é um ano de inflexão chave no período analisado.

maquinaria e equipamentos 2% para construções) aplicados sobre os saldos dos ativos brutos reavaliados do ano.

Os balancetes, com data de fechamento entre junho e dezembro de cada ano, foram levados ao fim do ano, mediante a aplicação a todos os seus rubros da variação do índice de preços ao atacado entre dezembro e a data de fechamento. Todas as empresas consideradas fechavam seu ano contábil entre 30 de junho e 31 de dezembro.

## 5.2. A estrutura de financiamento das empresas

Nas tabelas 5.1 a 5.8 apresenta-se a estrutura de ativos e passivos das empresas entre 1972 e 1984, excetuando-se 1981<sup>8</sup>.

Nelas é possível perceber que as mudanças que acontecem na estrutura de financiamento não são muito consideráveis entre o período anterior e posterior à reforma. O coeficiente de endividamento, uma medida do leverage das empresas, mostra inclusive uma queda até 1976. Obviamente, quando nos anos posteriores ocorre um maior crescimento do crédito bancário, produz-se uma elevação desse coeficiente. O aumento é contínuo até 1980, e a elevação súbita que se observa a partir de 1983 deve-se à desvalorização de fins de 1982<sup>9</sup>.

---

8 A abertura do passivo para os anos 1982-1984 era diferente a dos anos anteriores, o que não permitiu uma apresentação similar dos sub-rubros. Desse modo, os espaços em branco no período 1982-1984 não devem ser interpretados como valores nulos.

9 Deve ter-se presente que, como não todas as empresas fecham o balancete no fim do ano, os dados de 1982 não recolhem os efeitos da desvalorização produzida a fins de novembro desse ano. Cabe lembrar também que as cifras posteriores a 1982 não são estritamente comparáveis com a dos anos anteriores, pelos já discutidos problemas de ajuste no valor dos ativos fixos.

## TOTAL DE EMPRESAS

ANO	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984	
<b>ATIVO</b>													
Caixa e bancos	n/n	5.1	3.8	2.7	2.7	3.4	2.8	3.6	5.1	4.9	2.5	1.9	2.1
	n/e	0.3	0.2	0.1	0.1	0.7	0.4	0.7	0.3	0.2	0.7	1.2	1.4
Valores	n/n	0.4	0.4	0.8	0.6	0.7	0.6	0.4	1.3	1.3	1.7	1.1	0.8
	n/e	0.4	0.5	0.4	0.5	0.9	1.5	1.4	0.7	0.3	0.5	0.9	0.8
Devedores comerciais	n/n	15.7	15.6	17.4	15.2	16.4	16.9	15.8	17.4	17.6	12.0	11.9	10.9
	n/e	2.9	2.0	2.6	3.6	5.2	5.8	5.3	5.6	4.4	3.4	3.0	3.6
Estoques		29.4	30.8	33.1	33.3	32.6	31.9	30.7	32.2	34.4	25.6	29.0	29.8
Outros ativos correntes		9.2	7.7	7.2	6.7	7.1	7.6	9.0	7.2	6.5	8.5	7.8	6.1
ATIVO CORRENTE		63.4	61.0	64.3	67.7	67.0	67.5	67.0	69.6	69.5	54.8	60.9	60.3
Investimentos financeiros	n/n	1.7	0.5	0.3	0.9	0.6	1.0	1.1	0.6	1.0	1.4	1.4	1.2
	n/e	0.0	0.0	0.3	1.2	1.1	0.5	0.6	0.3	0.5	0.8	1.2	1.2
Ativo fino líquido		32.0	35.8	32.6	29.4	29.9	29.8	29.7	28.3	28.0	39.4	32.6	32.6
Outros ativos a longo prazo		3.0	2.8	2.6	1.8	1.5	1.3	1.6	1.1	1.0	3.7	4.0	4.7
ATIVO NÃO CORRENTE		36.7	39.0	35.7	32.3	33.0	32.5	33.0	30.4	30.5	45.2	39.1	39.7
ATIVO TOTAL		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>PASSIVO E PATRIMONIO</b>													
Dívidas comerciais a curto prazo	n/n	9.6	8.1	8.8	8.4	7.9	8.4	7.7	8.0	9.2	5.6	5.1	4.5
	n/e	4.8	3.6	3.3	4.9	3.7	5.3	4.3	3.4	3.8	2.1	3.5	4.8
Dívidas bancárias a curto prazo	n/n	7.7	12.6	16.6	15.3	12.0	7.9	8.1	8.1	5.6			
	n/e	1.7	3.1	3.5	4.1	5.3	9.2	10.2	11.4	14.1			
Dívidas bancárias externas a c.p.	n/e	2.4	2.3	1.3	1.4	1.6	1.8	1.8	2.3	2.3			
Dívidas financeiras a curto prazo	n/n	1.2	1.1	0.7	0.7	1.1	0.8	1.0	1.6	1.4			
	n/e	0.1	0.0	0.4	0.3	0.4	0.8	0.3	0.9	0.9			
Dívidas financeiras externas a c.p.	n/e	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2			
Dívidas fiscais e previd. soc. a c.p.		8.9	8.0	7.0	6.6	9.3	8.8	8.1	8.7	8.1	7.7	6.1	5.2
Outros passivos a curto prazo		6.8	6.4	6.2	5.9	4.9	6.3	7.7	7.0	6.5	5.9	5.6	5.3
PASSIVO CORRENTE		43.5	45.3	47.8	47.7	46.4	49.9	49.5	51.6	52.1	41.0	42.6	42.6
Dívidas comerciais externas a l.p.	n/e	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6	1.2	0.9	0.9	1.0			
Dívidas bancárias a longo prazo	n/n	11.4	4.4	1.9	0.7	1.1	0.3	0.2	0.1	0.1			
	n/e	0.6	1.6	1.5	1.8	0.7	0.7	2.1	1.9	1.4			
Dívidas bancárias externas a l.p.	n/e	1.2	1.0	1.3	1.5	2.8	2.5	2.4	1.9	1.9			
Dívidas financeiras a longo prazo	n/n	0.0	0.1	0.0	0.0	0.8	0.8	0.6	0.5	0.7			
	n/e	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2			
Dívidas financeiras externas a l.p.	n/e	1.2	0.8	0.8	1.3	1.5	0.6	0.7	0.4	0.3			
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.		6.7	4.0	2.8	1.7	0.8	0.9	0.5	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4
Outros passivos a longo prazo		2.5	2.8	2.1	2.5	0.9	1.0	0.8	0.6	1.5	0.9	0.8	0.9
PASSIVO A LONGO PRAZO		24.4	15.4	11.0	10.2	9.5	8.2	8.3	6.6	7.6	12.3	23.3	23.2
PASSIVO TOTAL		67.9	60.7	58.9	57.9	55.9	58.1	57.9	58.3	59.7	53.3	66.0	65.8
PATRIMONIO LÍQUIDO		32.1	39.3	41.1	42.1	44.0	41.8	42.4	41.9	40.4	46.7	34.0	34.2
PASSIVO MAIS PATRIMONIO LÍQUIDO		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: Elaboração própria em base a dados de pesquisa às empresas.

ANO	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1980	1982	1983	1984
<b>ATIVO</b>											
Caixa e bancos	M/n	4.9	4.6	5.3	5.6	7.4	5.5	8.8	4.5	3.2	2.7
Valores	M/e	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	1.0	1.5	1.9
	M/n	0.8	1.4	0.6	1.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.0	0.3
	M/e	0.0	0.0	0.0	0.1	4.7	3.4	0.0	0.2	0.9	2.4
Devedores comerciais	M/n	23.9	25.4	32.1	31.0	25.0	24.5	19.4	18.3	25.4	14.2
	M/e	0.5	1.0	0.9	1.8	3.0	5.0	3.0	1.9	4.1	9.1
Estoques	M/n	31.0	32.6	28.3	27.0	25.4	27.6	27.2	20.3	19.1	23.2
Outros ativos correntes	M/e	6.2	3.6	4.7	5.2	6.0	6.9	6.7	7.3	7.1	8.2
ATIVO CORRENTE		68.2	64.5	72.0	72.4	73.6	73.4	65.5	53.5	51.3	62.0
Investimentos financeiros	M/n	0.1	0.2	0.5	0.2	0.0	0.0	1.6	0.6	0.3	0.2
	M/e	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	1.1	0.7	0.6
Ativo fixo líquido		23.3	23.9	27.3	26.9	25.3	25.4	32.2	43.7	36.9	36.6
Outros ativos a longo prazo		2.4	0.4	1.2	0.7	1.0	0.8	0.4	1.1	0.7	0.6
ATIVO NÃO CORRENTE		31.8	35.5	31.5	27.6	26.4	26.6	34.5	46.5	38.7	38.0
ATIVO TOTAL		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>PASSIVO E PATRIMONIO</b>											
Dívidas comerciais a curto prazo	M/n	17.0	16.1	16.5	13.4	15.8	15.2	16.8	9.2	8.1	7.2
	M/e	1.5	1.2	0.8	0.7	0.9	0.5	0.6	1.5	4.6	9.2
Dívidas bancárias a curto prazo	M/n	14.7	11.4	17.5	14.6	11.5	14.2	11.0			
	M/e	0.2	0.5	0.9	0.4	5.6	8.0	5.0			
Dívidas bancárias externas a c.p.	M/e	0.0	0.2	0.1	0.0	0.7	0.6	0.3			
Dívidas financeiras a curto prazo	M/n	8.5	8.5	5.9	5.9	0.4	0.6	1.2			
	M/e	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1			
Dívidas financeiras externas a c.p.	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1			
Dívidas fiscais e previd. soc. a c.p.	M/n	11.0	10.4	7.4	7.7	12.4	9.9	8.4	8.1	4.7	5.4
Outros passivos a curto prazo	M/e	6.2	6.4	4.9	6.0	5.8	6.8	6.7	7.9	5.3	6.8
PASSIVO CORRENTE		59.0	54.7	54.2	48.7	53.2	55.9	50.2	43.5	53.6	53.6
Dívidas comerciais externas a l.p.	M/e	0.6	0.9	0.3	0.1	0.0	0.3	1.6	1.0	0.8	0.2
Dívidas bancárias a longo prazo	M/n	0.0	1.1	1.4	0.2	0.6	0.7	0.2			
	M/e	0.0	-0.6	-0.2	0.1	0.1	0.9	0.5			
Dívidas bancárias externas a l.p.	M/e	0.0	0.0	0.0	2.9	4.0	2.7	5.5			
Dívidas financeiras a longo prazo	M/n	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3			
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1			
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.	M/n	5.6	3.4	3.2	2.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5
Outros passivos a longo prazo	M/e	1.8	0.9	1.5	1.1	1.1	0.7	0.8	1.2	0.8	0.4
PASSIVO A LONGO PRAZO		8.0	5.7	6.2	6.7	6.0	5.3	11.1	14.1	21.1	18.6
PASSIVO TOTAL		67.1	60.4	60.4	55.4	59.2	61.2	61.3	57.6	74.8	72.2
PATRIMONIO LÍQUIDO		32.9	39.6	39.6	44.7	40.8	38.8	38.7	42.4	25.2	27.8
PASSIVO MAIS PATRIMONIO LÍQUIDO		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: Elaboração própria em base a dados de pesquisa às empresas.

	ANO	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
<b>ATIVO</b>													
Caixa e bancos	M/n	6.0	4.9	3.7	4.2	4.3	3.7	5.4	6.0	6.7	2.3	2.9	2.6
	M/e	0.1	0.1	0.0	0.3	1.1	0.6	1.3	0.3	0.3	0.5	1.2	2.0
Valores	M/n	1.3	1.5	1.9	1.4	1.9	1.6	1.4	1.5	0.9	2.4	1.1	0.4
	M/e	1.2	1.6	1.2	1.0	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.5	0.7	1.2
Devedores comerciais	M/n	17.7	16.7	18.9	14.8	18.3	21.0	21.0	21.2	21.0	11.8	10.6	11.2
	M/e	0.0	0.3	0.6	1.7	2.1	2.7	3.5	2.7	2.7	1.6	4.6	4.4
Estoques		28.2	30.5	34.2	38.8	35.4	32.8	28.8	31.8	32.1	23.1	22.8	23.2
Outros ativos correntes		5.8	4.2	3.7	5.8	5.1	4.9	5.0	4.8	5.0	3.6	4.9	5.1
ATIVO CORRENTE		60.4	59.8	64.2	68.0	68.3	67.5	66.7	68.6	69.6	45.8	48.8	50.2
Investimentos financeiros	M/n	0.4	0.4	0.4	0.5	0.3	1.0	1.0	0.4	1.3	2.4	3.2	1.8
	M/e	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	0.4	2.1	2.8	3.0
Ativo fixo líquido		35.9	37.7	34.7	30.3	29.8	29.7	28.9	28.0	27.8	42.0	36.6	36.0
Outros ativos a longo prazo		3.4	2.0	0.7	0.9	1.5	1.6	3.2	2.0	1.0	7.8	8.5	9.0
ATIVO NÃO CORRENTE		39.7	40.2	35.8	32.0	31.7	32.5	39.3	31.4	30.4	54.2	51.2	49.8
ATIVO TOTAL		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>PASSIVO E PATRIMONIO</b>													
Dívidas comerciais a curto prazo	M/n	7.0	9.2	11.7	10.4	7.7	8.8	6.7	7.6	7.6	4.7	4.6	3.8
	M/e	5.7	2.1	1.8	2.8	3.6	4.4	4.0	3.8	3.0	3.2	2.9	4.3
Dívidas bancárias a curto prazo	M/n	9.9	10.3	11.8	15.1	9.5	5.5	9.1	8.9	9.3			
	M/e	0.9	0.3	1.0	2.9	3.4	4.2	4.2	5.6	9.4			
Dívidas bancárias externas a c.p.	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	2.7			
Dívidas financeiras a curto prazo	M/n	1.0	0.7	0.9	1.4	2.7	1.8	2.7	2.3	1.7			
	M/e	0.1	0.0	0.0	0.9	0.2	0.2	0.1	0.8	0.4			
Dívidas financeiras externas a c.p.	M/e	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3	1.3	0.8	0.5	0.6			
Dívidas fiscais e previd. soc. a c.p.		6.4	8.6	7.3	7.4	8.8	9.4	8.6	8.6	7.9	5.6	5.3	5.5
Outros passivos a curto prazo		4.2	5.1	5.3	5.6	6.7	7.4	8.9	9.1	7.1	6.5	5.2	6.0
PASSIVO CORRENTE		35.5	36.4	39.9	46.5	42.9	43.1	45.8	47.2	49.6	34.2	31.9	34.3
Dívidas comerciais externas a l.p.	M/e	0.7	0.5	0.2	0.3	1.4	1.7	1.6	1.9	1.5	2.0	2.7	1.6
Dívidas bancárias a longo prazo	M/n	1.3	1.6	0.4	0.3	0.5	0.4	0.0	0.0	0.1			
	M/e	0.0	0.0	0.2	0.2	0.5	0.4	0.8	0.7	0.9			
Dívidas bancárias externas a l.p.	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1	0.0	0.5			
Dívidas financeiras a longo prazo	M/n	0.0	0.1	0.0	0.0	0.4	0.5	0.5	0.4	0.8			
	M/e	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.4	0.3	0.1	0.4			
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/e	4.3	2.7	3.3	2.9	2.5	2.1	2.7	1.6	1.1			
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.		8.5	5.0	3.3	3.3	2.3	1.5	1.0	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
Outros passivos a longo prazo		0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	1.1	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
PASSIVO A LONGO PRAZO		15.0	9.9	7.7	6.5	8.1	7.2	8.1	6.1	6.1	13.9	25.3	25.8
PASSIVO TOTAL		50.5	46.3	47.6	53.0	51.0	50.3	53.6	53.2	55.7	48.2	57.2	60.1
PATRIMONIO LÍQUIDO		49.5	53.7	52.4	47.0	49.2	49.7	46.4	46.8	44.4	51.8	42.8	39.9
PASSIVO MAIS PATRIMONIO LÍQUIDO		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: Elaboração própria em base a dados de pesquisa às empresas.

ANO	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
<b>ATIVO</b>												
Caixa e bancos	M/n	3.4	2.2	2.1	3.0	2.1	3.0	4.7	3.7	2.3	1.4	1.9
M/e	0.4	0.2	0.1	0.1	0.7	0.3	0.5	0.2	0.2	0.7	1.1	1.1
Valores	M/n	0.0	0.5	0.4	0.2	0.3	0.1	1.3	1.7	1.6	1.3	1.0
M/e	0.2	0.2	0.3	0.4	1.3	1.7	1.6	0.5	0.5	0.5	1.0	0.5
Devedores comerciais	M/n	14.3	14.6	16.2	14.0	14.7	13.0	15.7	15.6	11.2	10.6	10.2
M/e	4.1	2.5	3.4	11.1	6.4	7.0	5.9	6.9	5.3	4.4	9.9	10.2
Estoque	M/n	23.6	30.8	32.7	32.1	32.1	31.7	32.5	36.2	27.5	31.4	33.3
M/e	10.5	9.2	8.5	7.1	7.9	8.6	10.6	8.1	7.1	10.9	9.2	6.3
Outros ativos correntes	M/n	63.9	61.0	64.0	67.3	66.9	66.5	69.9	70.0	59.1	65.9	64.4
M/e	2.3	0.5	0.3	1.1	0.7	1.1	1.3	0.8	0.8	1.0	0.9	1.0
Investimentos financeiros	M/n	0.0	0.0	0.4	1.5	1.4	0.7	0.1	0.6	0.2	0.6	0.6
M/e	31.0	35.3	32.0	29.0	30.1	30.2	30.4	28.3	27.5	37.6	30.3	30.7
Ativo fixo líquido	M/n	2.9	3.2	3.3	2.2	1.5	1.1	0.9	1.1	2.1	2.5	3.4
M/e	36.2	39.0	36.1	32.8	33.8	33.1	33.5	30.1	30.0	40.9	34.2	35.6
Outros ativos a longo prazo	M/n	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
M/e												
<b>ATIVO NÃO CORRENTE</b>												
<b>ATIVO TOTAL</b>												
<b>PASSIVO E PATRIMONIO</b>												
Dívidas comerciais a curto prazo	M/n	9.8	7.0	7.3	7.3	7.5	7.2	7.2	8.9	5.5	4.3	4.4
M/e	4.8	4.2	3.9	5.7	3.9	6.0	4.9	3.6	4.5	1.6	3.6	4.4
Dívidas bancárias a curto prazo	M/n	6.3	13.4	18.0	15.0	12.6	7.1	6.9	3.4			
M/e	2.1	4.2	4.5	4.8	6.3	11.2	12.5	14.2	17.3			
Dívidas bancárias externas a c.p.	M/n	3.4	3.2	1.8	1.8	2.3	2.5	3.4	2.4			
M/e	0.6	0.6	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	1.4	1.3			
Dívidas financeiras a curto prazo	M/n	0.0	0.0	0.5	0.1	0.5	0.5	1.1	1.1			
M/e	0.4	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.0			
Dívidas financeiras externas a c.p.	M/n	9.5	7.7	6.8	6.4	9.3	7.8	8.6	8.2	8.6	6.6	6.2
M/e	7.7	6.8	6.5	6.1	4.2	6.1	7.4	6.2	5.3	5.3	5.8	4.9
Dívidas fiscais e previd. soc. a c.p.	M/n	44.6	47.3	49.6	47.6	47.4	50.3	52.8	53.4	43.9	45.6	44.7
M/e	0.8	0.5	0.7	0.7	0.5	1.2	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
Dívidas comerciais externas a l.p.	M/n	15.8	5.7	2.4	0.9	1.4	0.3	0.1	0.0			
M/e	0.8	2.3	2.0	2.4	0.8	0.9	2.7	2.5	1.6			
Dívidas bancárias externas a l.p.	M/n	1.7	1.5	1.8	2.0	3.5	3.1	2.5	2.0			
M/e	0.0	0.1	0.0	0.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.8			
Dívidas financeiras a longo prazo	M/n	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1			
M/e	0.4	0.2	0.1	1.1	1.3	0.2	0.1	0.0	0.0			
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/n	6.2	3.8	2.7	1.2	0.3	0.3	0.0	0.5	0.3	0.3	0.3
M/e	3.3	3.9	2.8	3.3	1.1	1.3	0.7	0.6	2.1	1.2	1.1	1.2
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.	M/n	29.0	19.0	12.5	11.6	10.2	8.7	7.0	7.8	11.2	22.8	22.8
M/e												
Outros passivos a longo prazo	M/n	73.5	65.2	62.1	59.2	57.6	59.0	59.7	61.1	55.1	68.4	67.5
M/e	26.5	34.8	37.9	40.8	42.3	39.4	41.0	40.3	38.9	44.9	31.6	32.5
<b>PASSIVO A LONGO PRAZO</b>												
<b>PASSIVO TOTAL</b>												
<b>PATRIMONIO LÍQUIDO</b>												
<b>PASSIVO MAIS PATRIMONIO LÍQUIDO</b>												
<b>PASSIVO TOTAL</b>												

FONTE: Elaboração própria em base e dados de pesquisas às empresas.

ANO	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
<b>ATIVO</b>												
Caixa e bancos	M/n	5.3	4.5	0.9	1.4	1.1	1.3	1.8	4.5	2.6	2.0	4.6
Valores	M/e	0.9	0.1	0.1	0.2	1.1	0.4	0.5	0.3	1.9	1.6	3.4
	M/n	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	0.4	1.1	0.5	0.2	0.1	1.2
	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
Devedores comerciais	M/n	6.3	9.5	15.4	15.9	14.1	7.8	8.7	9.1	6.6	15.3	5.6
	M/e	7.9	3.8	5.2	7.2	10.4	4.0	4.0	2.0	5.4	15.1	11.6
Estoques	M/n	24.5	20.9	27.5	26.0	15.7	13.5	22.8	21.5	16.2	19.4	18.6
Outros ativos correntes	M/e	7.6	6.3	6.4	6.4	6.9	16.5	13.5	10.4	13.2	12.3	8.1
<b>ATIVO CORRENTE</b>		53.0	45.8	55.5	53.2	51.1	43.9	52.8	49.7	46.1	64.9	53.1
Investimentos financeiros	M/n	7.2	1.3	0.6	3.5	2.1	3.7	1.5	0.1	0.0	0.0	0.1
	M/e	0.0	0.0	0.1	0.1	0.6	2.9	0.3	2.7	0.8	1.1	1.7
Ativo fixo líquido	M/n	37.7	48.3	39.2	41.2	45.5	48.1	45.2	48.4	52.3	33.2	42.3
Outros ativos a longo prazo	M/e	2.6	4.7	4.7	2.1	0.7	1.4	0.3	0.1	0.7	0.8	2.9
<b>ATIVO NÃO CORRENTE</b>		47.2	54.3	44.7	46.9	48.9	56.1	47.2	51.3	53.9	35.1	46.9
<b>ATIVO TOTAL</b>		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>PASSIVO E PATRIMONIO</b>												
Dívidas comerciais a curto prazo	M/n	17.7	8.2	7.9	13.8	6.9	5.9	5.4	9.0	7.2	4.0	5.2
	M/e	0.5	1.8	1.1	0.7	0.9	0.7	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
Dívidas bancárias a curto prazo	M/n	14.9	20.1	43.5	42.9	33.2	23.8	26.7	4.2	0.4	0.4	0.4
	M/e	0.4	6.1	5.1	4.7	3.9	6.9	10.6	29.5	0.4	0.4	0.4
Dívidas bancárias externas a c.p.	M/e	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.6	2.2	3.0	1.5	0.3	0.3	0.3
Dívidas financeiras a curto prazo	M/n	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.9	0.5	2.3	0.4	0.1	0.1
	M/e	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/n	1.0	0.0	0.4	0.7	0.7	0.5	0.1	0.1	3.8	3.7	2.9
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.	M/e	4.1	2.0	1.1	1.2	2.0	1.4	1.6	1.9	3.8	3.0	3.7
Outros passivos a curto prazo	M/e	5.8	4.4	3.6	3.6	3.7	3.6	2.2	2.0	3.3	3.0	3.7
<b>PASSIVO CORRENTE</b>		44.3	52.7	64.0	68.0	52.3	46.0	51.3	51.2	42.2	51.9	42.8
Dívidas comerciais externas a l.p.	M/e	1.5	1.1	1.3	1.6	1.5	1.3	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2
Dívidas bancárias a longo prazo	M/n	48.9	18.5	3.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.2
	M/e	2.5	5.2	4.6	6.0	3.1	3.3	2.5	2.0	0.3	0.2	0.2
Dívidas bancárias externas a l.p.	M/e	0.0	0.7	2.4	3.0	9.3	6.2	4.4	4.4	0.0	0.0	0.0
Dívidas financeiras a longo prazo	M/n	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	M/e	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/e	0.5	0.0	0.0	0.3	0.4	0.6	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.	M/e	8.2	4.6	1.8	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outros passivos a longo prazo	M/e	0.1	1.5	0.6	2.9	0.4	0.6	0.3	7.5	0.1	0.1	0.1
<b>PASSIVO A LONGO PRAZO</b>		51.0	31.7	14.1	14.4	15.0	12.5	8.4	14.6	19.9	26.0	31.9
<b>PASSIVO TOTAL</b>		106.1	84.4	78.1	82.4	67.3	58.5	59.7	65.8	62.1	77.9	74.7
<b>PATRIMONIO LÍQUIDO</b>		-6.1	15.6	21.9	17.6	32.5	41.6	40.2	34.1	37.9	22.1	25.3
<b>PASSIVO MAIS PATRIMONIO LÍQUIDO</b>		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: Elaboracao propria em base a dados de pesquisa as empresas.

<b>ATIVO</b>															
Caixa e bancos	M/n	5.5	3.8	2.8	2.4	2.7	2.1	2.1	2.4	3.9	2.4	1.7	1.2	1.0	
Valores	M/n	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.8	0.1	0.3	0.1	0.9	1.2	1.1	
	M/n	0.0	0.2	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	
	M/n	0.8	0.9	0.8	0.6	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	
Devedores comerciais	M/n	16.6	19.1	17.2	11.1	12.6	13.1	11.7	14.5	14.5	14.5	11.4	9.8	9.1	
Estoque	M/e	3.3	2.5	2.8	19.7	6.7	9.6	9.5	9.6	9.4	9.6	7.5	13.1	12.8	
Outros ativos correntes	M/e	31.6	34.1	32.5	30.3	35.7	36.4	33.7	35.6	35.6	37.2	31.8	37.0	37.8	
ATIVO CORRENTE		8.7	8.1	8.9	8.9	8.9	8.9	11.4	6.8	7.2	6.8	7.5	7.0	7.9	
		65.5	64.8	65.6	71.3	66.7	70.4	69.2	70.0	71.2	70.0	61.3	69.5	70.2	
Investimentos financeiros	M/n	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5	0.2	0.3	0.2	1.5	1.0	0.9	
Ativo fixo líquido	M/e	0.0	0.0	0.0	2.4	2.8	0.1	0.1	0.3	0.7	0.3	0.2	0.3	0.5	
Outros ativos a longo prazo		29.8	31.6	31.4	24.3	28.5	28.5	28.7	29.1	27.0	29.1	35.9	29.1	27.2	
ATIVO NÃO CORRENTE		3.5	3.3	2.8	1.9	1.7	0.7	1.4	0.4	0.8	0.4	1.1	1.1	1.2	
		33.5	35.2	34.4	28.7	33.3	29.6	30.8	30.0	28.8	30.0	38.7	30.5	29.8	
ATIVO TOTAL		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
<b>PASSIVO E PATRIMONIO</b>															
Dívidas comerciais a curto prazo	M/n	7.6	8.4	9.9	7.0	11.7	10.4	10.0	13.0	10.6	13.0	6.8	7.0	4.9	
Dívidas bancárias a curto prazo	M/e	2.2	1.5	2.2	4.0	2.8	6.3	3.3	1.7	2.1	4.8	1.5	3.4	4.8	
Dívidas bancárias a longo prazo	M/e	5.9	10.4	11.4	6.6	7.4	4.0	2.1	2.8	2.8	16.5	8.4	7.5	6.8	
Dívidas bancárias externas a l.p.	M/e	3.9	3.3	5.1	4.4	7.8	16.4	19.8	19.4	19.4	16.5	11.1	11.1	11.2	
Dívidas bancárias a curto prazo	M/n	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3	0.7	2.4	3.8	3.8	3.8	1.2	1.2	1.2	
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/e	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	
Dívidas financeiras a longo prazo	M/e	0.1	0.1	0.2	0.5	0.4	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	0.8	
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.	M/n	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	6.2	4.8	4.8	
Outros passivos a longo prazo	M/e	12.2	10.2	8.2	7.4	11.1	8.5	7.7	6.0	8.2	7.1	8.4	7.5	6.8	
Outros passivos a curto prazo	M/e	9.0	8.5	8.5	8.9	5.2	6.4	8.0	7.1	7.3	7.1	8.4	7.5	6.8	
PASSIVO CORRENTE		41.6	43.2	46.0	39.2	47.0	53.7	54.9	54.7	56.7	54.7	47.6	43.5	50.4	
Dívidas comerciais externas a l.p.	M/e	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	1.5	1.1	1.1	0.8	1.1	1.0	1.0	0.8	
Dívidas bancárias a longo prazo	M/n	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	1.0	1.0	0.8	
Dívidas bancárias externas a l.p.	M/e	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	2.3	2.0	2.5	2.0	1.0	1.0	0.6	
Dívidas financeiras a longo prazo	M/n	2.4	1.8	1.3	0.9	1.1	2.0	2.1	1.8	1.2	1.8	1.8	2.2	2.2	
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/e	0.0	0.1	0.0	0.1	2.3	1.9	1.4	1.7	1.2	1.7	1.1	1.1	1.1	
Dívidas financeiras a longo prazo	M/e	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.2	0.4	0.1	0.4	0.6	0.6	0.6	
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/e	0.4	0.4	0.2	2.3	2.8	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.6	0.8	0.6	
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.	M/n	7.8	3.7	3.0	2.6	1.1	1.4	0.6	0.9	0.0	0.9	2.4	2.2	2.2	
Outros passivos a longo prazo	M/e	3.9	3.1	2.9	2.3	0.9	0.7	0.8	0.5	0.6	0.5	10.5	22.5	20.8	
PASSIVO A LONGO PRAZO		15.5	12.1	10.2	9.2	9.7	8.5	9.2	8.5	6.4	8.5	10.5	22.5	20.8	
PASSIVO TOTAL		57.1	55.3	56.2	48.4	56.7	62.3	64.1	63.3	63.1	63.3	58.1	72.0	71.2	
PATRIMONIO LÍQUIDO		42.9	44.7	43.8	51.6	43.4	37.7	35.9	36.7	36.9	36.7	41.9	28.0	28.0	
PASSIVO MAIS PATRIMONIO LÍQUIDO		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

FONTE: Elaboração própria em base a dados de pesquisa às empresas.



ANO	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>ATIVO</b>																			
Caixa e bancos	M/n	5.0	3.6	2.2	2.9	4.8	3.9	5.7	7.5	5.8	1.5	2.0	1.8						
	M/e	0.1	0.1	0.1	0.5	0.2	0.5	0.8	0.1	0.1	0.2	0.8	0.3						
Valores	M/n	0.7	0.6	1.0	0.4	0.5	0.7	0.5	0.2	0.1	0.7	1.1	0.3						
	M/e	0.4	0.6	1.1	0.1	1.2	1.5	1.3	1.0	0.6	1.1	0.3	0.7						
Devedores comerciais	M/n	23.9	21.4	21.2	20.5	22.8	25.3	24.5	23.7	22.8	13.0	12.3	15.4						
	M/e	0.2	1.1	2.0	3.8	3.8	3.8	3.5	4.8	3.4	1.1	3.4	8.9						
Estoques	M/n	33.8	35.2	39.7	44.1	40.3	36.4	36.8	33.7	38.3	20.9	21.9	23.9						
	M/e	9.5	7.4	5.9	5.8	5.0	4.7	3.8	4.9	5.2	10.4	7.6	3.0						
Outros ativos correntes	M/n	73.6	70.0	74.0	77.7	78.8	75.7	74.9	75.8	76.3	49.9	49.3	52.1						
	M/e	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.7	0.8	0.4	0.9	0.6	1.6	1.3						
Investimentos financeiros	M/n	0.0	0.0	1.0	1.0	0.1	0.2	1.0	0.1	0.0	1.4	2.2	1.8						
	M/e	25.0	29.3	24.3	20.5	20.3	20.3	20.2	21.6	21.2	38.6	34.2	31.3						
Ativo fixo líquido	M/n	0.8	0.5	0.5	0.6	0.5	2.2	1.9	2.1	1.6	10.5	12.7	13.5						
	M/e	26.0	30.0	26.0	22.3	21.2	23.3	23.1	24.2	23.7	51.1	50.7	47.9						
Outros ativos a longo prazo	M/n	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0						
	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
ATIVO TOTAL		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0						
<b>PASSIVO E PATRIMONIO</b>																			
Dívidas comerciais a curto prazo	M/n	6.0	7.3	7.9	6.7	5.1	6.3	5.4	6.4	6.2	2.8	2.9	2.7						
	M/e	11.4	8.1	6.8	9.8	5.1	8.2	8.1	6.2	8.3	2.5	5.1	7.4						
Dívidas bancárias a curto prazo	M/n	8.5	7.4	7.1	10.3	8.2	5.1	7.0	5.2	5.0									
	M/e	0.8	2.4	2.1	5.5	6.3	8.4	6.0	9.2	14.1									
Dívidas bancárias externas a c.p.	M/n	8.9	6.9	4.2	4.3	4.6	4.1	1.9	1.7	0.6									
	M/e	1.3	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8	1.2	0.5									
Dívidas financeiras a curto prazo	M/n	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.6	0.3									
	M/e	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.3									
Dívidas financeiras externas a c.p.	M/n	6.5	6.1	5.9	5.2	7.7	8.8	7.6	7.5	6.3	3.3	2.6	3.4						
	M/e	5.7	4.7	5.3	4.3	4.3	7.6	8.9	8.4	7.2	4.6	4.0	3.8						
Dívidas fiscais e previd. soc. a c.p.	M/n	47.4	43.4	40.0	46.8	43.5	49.8	46.0	46.6	49.6	37.9	32.3	34.2						
	M/e	0.0	0.0	0.3	0.3	0.5	0.6	0.3	1.2	1.4	1.3	1.3	0.9						
Dívidas comerciais externas a l.p.	M/n	3.7	3.8	3.8	1.9	3.1	0.5	0.4	0.1	0.0									
	M/e	0.2	2.5	1.4	2.1	0.4	0.5	2.0	2.1	1.1									
Dívidas bancárias a longo prazo	M/n	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	1.0	1.7	2.8	2.3									
	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4									
Dívidas financeiras a longo prazo	M/n	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1									
	M/e	4.0	2.3	2.5	1.7	1.7	1.7	2.0	1.3	0.9									
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/n	1.4	0.7	0.6	1.0	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	0.5	0.3						
	M/e	3.9	5.2	3.3	3.5	1.3	2.0	0.7	0.4	0.2	0.6	0.4	0.2						
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.	M/n	13.2	14.4	11.9	10.6	9.0	7.1	7.6	8.5	6.5	14.6	35.4	34.9						
	M/e	60.6	57.8	51.8	57.4	52.5	56.9	53.6	55.1	56.1	52.4	67.7	69.0						
Outros passivos a longo prazo	M/n	39.4	42.2	48.2	42.6	47.4	43.1	46.3	45.0	44.0	47.6	32.3	31.0						
	M/e	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0						
PASSIVO A LONGO PRAZO		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0						
PASSIVO TOTAL		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0						
PATRIMONIO LÍQUIDO		39.4	42.2	48.2	42.6	47.4	43.1	46.3	45.0	44.0	47.6	32.3	31.0						
PASSIVO MAIS PATRIMONIO LÍQUIDO		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0						

FONTE: Elaboração própria em base e dados de pesquisa às empresas.

ANO	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
<b>ATIVO</b>												
Caixa e bancos	M/n	4.4	3.7	2.9	4.5	4.6	6.1	6.5	7.3	4.2	2.7	3.0
Valores	M/e	0.2	0.4	0.0	0.3	2.0	0.7	0.2	0.3	0.4	1.2	2.1
	M/n	0.8	0.8	1.8	2.1	1.1	1.1	4.7	4.8	4.7	3.1	2.0
	M/e	0.2	0.1	0.7	1.4	2.8	5.0	1.2	0.1	0.5	3.1	2.0
Devedores comerciais	M/n	13.9	14.1	13.6	14.2	15.6	17.0	20.0	20.2	13.9	11.3	11.2
Estoque	M/e	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	1.1	1.3	1.2	0.3	0.8	2.6
Outros ativos correntes	M/n	25.8	27.8	30.3	30.6	31.3	30.0	31.2	33.1	27.6	29.1	29.7
ATIVO CORRENTE	M/e	11.1	8.2	7.4	9.0	7.4	6.1	5.6	5.5	5.6	6.0	5.6
		56.9	55.6	58.2	61.4	64.5	67.2	70.8	72.5	57.3	57.8	58.2
Investimentos financeiros	M/n	0.5	0.5	0.4	0.5	0.2	0.6	1.0	2.6	2.4	2.8	1.9
Ativo fixo líquido	M/e	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.8	1.4	1.4
Outros ativos a longo prazo		37.7	40.5	38.3	34.6	32.2	30.9	27.0	23.3	38.2	36.4	37.0
ATIVO NÃO CORRENTE		4.9	3.2	2.9	2.3	2.9	1.5	1.1	1.5	1.2	1.6	1.5
		43.2	44.4	41.8	38.6	35.5	32.8	29.2	27.5	42.7	42.2	41.8
ATIVO TOTAL		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>PASSIVO E PATRIMONIO</b>												
Dívidas comerciais a curto prazo	M/n	9.1	8.3	9.3	7.8	6.7	7.9	7.5	7.7	6.1	5.5	5.3
Dívidas bancárias a curto prazo	M/e	5.5	3.0	2.1	3.6	4.0	3.8	3.8	3.0	2.9	3.3	4.2
	M/n	4.8	8.5	8.1	9.6	7.1	6.6	7.5	8.1			
	M/e	0.4	1.1	1.1	1.1	0.5	1.0	1.5	2.8			
Dívidas bancárias externas a c.p.	M/e	0.2	1.1	0.1	0.5	0.6	0.4	0.1	2.7			
Dívidas financeiras a curto prazo	M/n	4.2	4.3	2.5	2.7	4.2	3.3	2.7	2.1			
	M/e	0.1	0.0	0.0	0.0	1.3	0.5	1.9	2.2			
Dívidas financeiras externas a c.p.	M/e	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.6	0.2			
Dívidas fiscais e previd. soc. a c.p.		11.3	12.0	12.9	13.0	14.4	15.0	15.8	15.7	14.9	12.9	13.0
Outros passivos a curto prazo		5.5	6.6	6.3	5.2	6.1	6.7	8.2	7.4	5.5	6.4	5.5
PASSIVO CORRENTE		41.4	45.0	42.5	43.5	44.9	47.1	49.7	52.0	36.8	37.0	39.8
Dívidas comerciais externas a l.p.	M/e	1.4	0.7	0.3	0.0	0.3	1.2	0.9	0.6	1.7	2.5	1.5
Dívidas bancárias a longo prazo	M/n	0.4	0.6	0.4	0.4	0.6	0.2	0.1	0.2			
	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.6			
Dívidas bancárias externas a l.p.	M/e	1.9	1.5	2.0	3.1	2.2	0.9	0.3	0.2			
Dívidas financeiras a longo prazo	M/n	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1			
	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4			
Dívidas financeiras externas a l.p.	M/e	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0			
Dívidas fiscais e previd. soc. a l.p.		9.4	5.2	3.6	2.5	1.7	1.0	0.7	0.4	0.2	0.2	0.5
Outros passivos a longo prazo		0.9	0.4	0.9	1.0	0.5	0.9	1.2	1.2	0.2	0.1	0.0
PASSIVO A LONGO PRAZO		14.1	8.6	7.3	7.0	5.4	4.5	3.6	3.9	8.6	10.9	10.4
PASSIVO TOTAL		55.5	53.6	49.8	50.5	50.3	52.0	53.3	55.9	45.4	47.9	50.2
PATRIMONIO LÍQUIDO		44.5	46.4	50.2	49.5	49.8	48.0	46.8	44.1	54.6	52.1	49.8
PASSIVO MAIS PATRIMONIO LÍQUIDO		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: Elaboração própria em base a dados de pesquisas às empresas.

A queda do coeficiente de endividamento observada até 1976 está ligada à redução do endividamento de longo prazo (com vencimento superior a um ano), fundamentalmente o havido com os bancos e com o Estado. Deve-se ter presente que a crise financeira de 1971 deu lugar a medidas de reestruturação de dívidas bancárias, pelo qual as altas percentagens iniciais de endividamento a longo prazo tem sua explicação, em parte, numa medida legal. Mas fundamentalmente incide nelas que o regime de financiamento da indústria frigorífica, de grande peso na amostra pelo tamanho relativo de suas empresas, fosse muito peculiar até 1972. Como se viu no capítulo III, a estratégia de crescimento que se havia adotado em fins dos 60 e princípio dos 70 baseava-se nas exportações tradicionais. Isto deu lugar a um grande apoio creditício a longo prazo para a renovação de plantas por parte do BROU, nos primeiros anos dos 70, o que se pode verificar, observando o peso relativamente maior do endividamento a longo prazo dos exportadores tradicionais, na tabela 5.5. Nos restantes ramos industriais a queda do endividamento a longo prazo se explica quase por completo pela redução do endividamento fiscal e com a previdência social.

O endividamento a longo prazo volta a aumentar de forma considerável no período posterior a 1982. Mas novamente isto é consequência do refinanciamento de carteiras bancárias, disposto por diversas medidas legais (entre elas a aquisição de carteiras por parte dos bancos públicos) para evitar a insolvência das empresas.

Um fato importante é que a elevação do coeficiente de endividamento, a partir de 1977, não se dá em todos os estratos por tamanho. O nível do coeficiente de endividamento que atingem

as pequenas empresas não difere significativamente do vigente no período anterior a 1975, ainda em 1980. Excetuando a queda em 1976, esse coeficiente mantém-se em torno de 60% dos ativos. Somente os efeitos da mádesvalorização de fins de 1982 levaram-o a situar-se por cima de 70% em 1983-1984.

Nas empresas grandes, logo de uma queda no coeficiente de endividamento de 5% dos ativos em 1974-1976, inicia-se uma recuperação, que não chega a superar os níveis de endividamento prévios à reforma. Esta evolução é a que predomina nos resultados agregados de todas as empresas, dada a maior ponderação das empresas grandes. O aumento do coeficiente sim resulta significativo nas empresas médias, onde inclusive se dá a partir de 1975.

Isto poderia interpretar-se da seguinte forma. Com o crescimento da intermediação financeira posterior à reforma, foram as empresas médias as que se beneficiaram de um maior acesso ao crédito. As empresas grandes já tinham tradicionalmente acesso fácil ao crédito antes da liberalização, de modo que seu endividamento não estava limitado. Por outro lado, as empresas pequenas continuaram com o mesmo nível de acesso ao crédito. Em outras palavras, o nível de segmentação do crédito reduz-se, dando entrada a empresas médias, mas mantém-se em parte para as pequenas.

O crescimento do coeficiente de endividamento acontece nas empresas exportadoras não-tradicionais, tanto nas altamente exportadoras como nas medianamente exportadoras. As exportadoras tradicionais, que são também de grande tamanho em sua maior parte, reduzem seu endividamento no período posterior a 1975, ainda que com flutuações. As empresas de mercado interno só elevam o coeficiente de endividamento em 1975-1980, período no que, como se viu, ocorre um auge do mercado interno.

Como era esperado, de acordo ao que se viu no capítulo anterior sobre a evolução por moedas do crédito, o crescimento do crédito, posterior a 1977, ocorre fundamentalmente em moeda estrangeira. Isto não foi compensado por uma evolução similar dos ativos denominados nessa moeda, de maneira que as empresas foram progressivamente assumindo cada vez maior risco cambial. Na tabela 5.9 apresenta-se a evolução dos ativos líquidos dos passivos em moeda estrangeira como proporção do total de ativos que, na maior parte dos casos, resulta negativa.

A maior exposição cambial obviamente é assumida em mais alto grau nas empresas exportadoras que nas de mercado interno. Nestas, só aumenta de modo importante em 1980. As pequenas e médias empresas também não apresentam uma tendência crescente no aumento da "dolarização" dos balancetes senão até o fim da década.

No que tange à composição dos ativos, observa-se um aumento significativo na proporção de ativos correntes em todos os grupos de empresas, à exceção das exportadoras tradicionais com respeito ao período anterior à reforma, da ordem de 4 a 5%. Com a recessão, opera-se uma queda nos ativos correntes a partir de 1982, fundamentalmente ligada à queda dos devedores comerciais e dos estoques.

A análise das fontes e usos de fundos permite avaliar com melhor precisão das formas de financiamento do investimento no período. Nas tabelas 5.10 a 5.17 apresentam-se as correntes de usos e fontes de fundos como percentagem do total de usos e fontes. Também, apresenta-se ali um índice da evolução do investimento em ativos fixos.

Neles é possível observar como, a partir de 1976 e até

Posição líquida em moeda estrangeira  
(Em % do total de ativos)

ANO	TOTAL DE EMPRESAS	DE ACORDO A VÍNCULO COM MERCADO EXPORTADOR				POR TAMANHO		
		Exportadoras tradicionais	Altamente exportadoras (não tradicionais)	Medianamente exportadoras (não tradicionais)	Baixa o nula exportação	Pequenas	Médias	Grandes
1972	-9.3	2.3	-5.9	-24.7	-8.8	-1.7	-10.6	-14.4
1973	-10.4	-11.0	-4.8	-20.4	-6.3	-1.9	-37.0	-16.3
1974	-9.2	-10.9	-6.3	-13.2	-4.4	-1.3	-4.9	-15.3
1975	-5.6	-13.6	9.4	-19.0	-6.0	-1.4	-6.2	-18.9
1976	-9.2	-8.1	-7.1	-16.1	-3.9	-2.0	-8.9	-19.7
1977	-14.8	-13.5	-18.7	-19.4	-3.4	-3.9	-11.3	-26.6
1978	-15.3	-15.1	-22.0	-16.7	-1.2	-4.3	-9.7	-27.1
1979	-16.6	-17.7	-20.1	-19.4	-6.8	-6.1	-10.4	-28.0
1980	-20.7	-33.4	-18.7	-25.5	-11.1	-12.8	-16.7	-29.7
1982	-20.6	-33.5	-16.7	-29.7	-10.7	-20.2	-16.8	-28.2
1983	-30.5	-46.2	-26.9	-45.9	-9.0	-40.8	-24.3	-44.2
1984	-26.5	-42.0	-20.5	-43.0	-10.3	-31.6	-23.2	-39.6

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.

Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução  
do investimento de ativo fixo  
(Em % do total de usos e fontes de fundos)

TOTAL DE EMPRESAS

Fontes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
Autofinanciamento	27.1	27.4	32.4	40.3	30.7	33.3	36.2	32.5		3.3	19.7
Aumento de endividamento	72.5	72.3	67.1	55.4	67.2	63.5	61.7	64.6		95.8	79.6
Aportes de capital próprio	0.3	0.3	0.4	4.3	2.1	3.2	2.1	2.9		0.9	0.7
<u>Usos</u>											
Adquisição líquida de ativos fixos	9.6	5.9	6.4	17.4	18.2	14.4	14.0	16.3		7.1	11.9
Aumento de ativos correntes	83.3	85.4	84.4	71.6	73.4	73.4	77.3	71.7		79.0	72.0
Aumento de outros ativos	1.6	4.1	5.4	1.0	2.4	4.5	0.3	3.3		8.8	9.6
Distribuição de dividendos	5.6	4.6	3.8	10.0	6.0	7.8	8.4	8.7		5.2	6.5
Índice de compras de ativo fixo a preços constantes base 1972	77	78	82	120	161	153	169	178	287	156	207

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.

Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução  
do investimento de ativo fixo  
(Em % do total de usos ou fontes de fundos)

EMPRESAS PEQUENAS

Fontes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
Autofinanciamento	17.0	25.6	30.2	48.4	36.5	34.3	33.6	39.9		-17.8	20.8
Aumento de endividamento	79.6	74.2	69.1	51.1	63.4	64.5	65.6	59.4		117.5	79.0
Aportes de capital próprio	3.4	0.2	0.7	0.5	0.1	1.2	0.8	0.7		0.2	0.2
<u>Usos</u>											
Adquisição líquida de ativos fixos	4.7	5.4	4.9	12.6	14.9	13.2	25.3	26.8		8.1	5.3
Aumento de ativos correntes	97.3	88.7	93.3	79.6	74.0	73.4	64.8	59.7		86.1	75.2
Aumento de outros ativos	-5.6	3.2	-0.7	0.8	1.4	1.4	0.9	4.1		0.2	0.8
Distribuição de dividendos	3.7	2.7	2.6	7.0	9.7	12.0	9.0	9.5		5.6	18.7
Índice de compras de ativo fixo a preços constantes base 1972	269	849	493	1009	2076	2098	4496	5109	-12090	2599	1184

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.



Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução  
do investimento de ativo fixo  
(Em % do total de usos ou fontes de fundos)

EMPRESAS MÉDIAS

Fontes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
Autofinanciamento	40.4	36.4	29.4	48.8	50.7	34.7	47.8	42.5		8.7	17.3
Aumento de endividamento	58.7	62.3	70.1	51.2	49.3	61.8	52.2	57.4		87.2	80.2
Aportes de capital próprio	0.9	1.3	0.5	0.0	0.0	3.5	.0	0.1		4.1	2.5
<u>Usos</u>											
Adquisição líquida de ativos fixos	4.6	5.6	5.7	16.0	19.7	14.7	16.5	17.8		6.4	10.9
Aumento de ativos correntes	86.5	87.6	85.2	74.8	66.0	69.4	70.4	68.0		64.2	64.6
Aumento de outros ativos	0.6	-0.4	2.6	2.6	4.7	7.1	2.1	1.2		22.4	15.3
Distribuição de dividendos	8.2	7.2	6.4	6.5	9.6	8.7	11.1	13.1		7.0	9.3
Índice de compras de ativo fixo a preços constantes base 1972	35	68	60	146	199	190	284	270	191	137	220

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.

Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução  
do investimento de ativo fixo  
(Em % do total de usos ou fontes de fundos)

EMPRESAS GRANDES

Fontes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
Autofinanciamento	23.6	25.0	33.3	35.5	22.3	32.5	30.5	25.8		4.1	20.6
Aumento de endividamento	76.4	74.9	66.3	57.8	74.6	64.1	66.2	69.4		95.9	79.4
Aportes de capital próprio	.0	0.1	0.4	6.7	3.1	3.4	3.3	4.8		.0	.0
<u>Usos</u>											
Adquisição líquida de ativos fixos	11.4	6.0	6.7	18.6	18.1	14.4	11.0	13.6		7.1	13.1
Aumento de ativos correntes	81.5	84.5	83.6	69.2	76.2	75.1	82.8	75.8		82.9	74.7
Aumento de outros ativos	2.3	5.5	6.5	0.3	1.6	3.8	-0.7	4.3		5.4	8.3
Distribuição de dividendos	4.9	4.0	3.2	12.0	4.1	6.8	6.9	6.3		4.6	4.0
Índice de compras de ativo fixo a preços constantes base 1972	88	75	85	106	136	128	104	115	405	143	196

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.

Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução  
do investimento de ativo fixo  
(Em % do total de usos ou fontes de fundos)

EXPORTADORAS TRADICIONAIS

Fontes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
Autofinanciamento	18.1	-3.4	-31.0	90.5	40.0	11.2	10.5	-51.5		-0.4	-124.4
Aumento de endividamento	81.6	103.3	128.7	-11.1	60.0	88.8	86.8	151.5		100.4	222.1
Aportes de capital próprio	0.3	0.1	2.4	20.5	.0	0.0	2.7	0.0		0.1	2.2
<u>Usos</u>											
Adquisição líquida de ativos fixos	33.5	6.9	18.6	36.9	23.7	21.5	16.0	25.0		3.1	138.9
Aumento de ativos correntes	77.4	86.0	72.4	71.7	48.9	63.0	95.9	64.5		88.4	-406.2
Aumento de outros ativos	-10.9	7.1	9.0	-14.0	24.9	14.6	-11.9	10.4		2.4	188.5
Distribuição de dividendos	0.0	0.0	0.0	5.5	2.5	0.9	0.0	0.0		6.1	178.8
Índice de compras de ativo fixo a preços constantes base 1972	45	58	91	48	61	61	59	44	21	48	47

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.

Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução  
do investimento de ativo fixo  
(Em % do total de usos e fontes de fundos)

ALTAMENTE EXPORTADORAS (NÃO TRADICIONAIS)

Fontes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
Autofinanciamento	31.1	25.2	53.1	1.7	24.5	24.2	33.5	33.5		1.4	22.1
Aumento de endividamento	68.9	74.6	46.8	98.3	75.0	75.8	66.5	66.5		98.6	77.9
Aportes de capital próprio	.0	0.2	.0	0.0	0.5	0.0	0.0	.0		0.0	0.0
<u>Usos</u>											
Adquisição líquida de ativos fixos	9.0	5.8	3.8	28.0	19.9	15.2	11.8	22.8		6.3	12.3
Aumento de ativos correntes	81.6	86.5	86.1	57.6	80.5	76.2	81.0	69.6		88.2	79.2
Aumento de outros ativos	4.5	3.0	6.4	6.9	-4.7	4.0	1.5	-1.5		2.0	3.3
Distribuição de dividendos	4.9	4.6	3.7	7.4	4.3	4.6	5.7	9.1		3.5	5.2
Índice de compras de ativo fixo a preços constantes base 1972	92	67	64	156	246	187	150	210	-154	167	334

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.

Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução  
do investimento de ativo fixo  
(Em % do total de usos ou fontes de fundos)  
MEDIANAMENTE EXPORTADORAS (NÃO TRADICIONALIS)

Fontes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
Autofinanciamento	29.2	48.7	30.7	54.2	26.6	45.2	41.9	37.3		-19.0	13.1
Aumento de endividamento	70.1	50.5	69.1	38.5	65.9	46.2	52.3	54.7		116.6	85.7
Aportes de capital próprio	0.7	0.8	0.2	7.3	7.5	8.6	5.8	8.0		2.5	1.1
<u>Usos</u>											
Adquisição líquida de ativos fixos	7.5	5.4	4.2	11.7	13.7	13.1	17.6	15.3		10.5	8.7
Aumento de ativos correntes	84.4	83.8	88.2	75.2	68.3	73.2	66.8	73.0		59.2	68.0
Aumento de outros ativos	0.1	2.7	2.1	-1.1	8.4	2.5	1.9	2.3		28.9	20.4
Distribuição de dividendos	8.0	8.0	5.4	14.3	9.6	11.2	13.6	9.4		1.4	2.8
Índice de compras de ativo fixo a preços constantes base 1972	109	128	81	162	148	245	323	290	1008	212	210

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.

Estrutura de fontes e usos de fundos e evolução  
do investimento de ativo fixo  
(Em % do total de usos ou fontes de fundos)

BAIXA OU NULA EXPORTAÇÃO

Fontes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1982	1983	1984
Autofinanciamento	18.2	35.8	35.1	43.5	43.3	40.2	43.9	41.3		36.0	27.6
Aumento de endividamento	81.5	64.2	64.7	56.5	56.5	58.7	56.1	58.3		61.6	70.9
Aportes de capital próprio	0.3	0.0	0.2	0.0	0.2	1.1	0.0	0.5		2.4	1.5
<u>Usos</u>											
Adquisição líquida de ativos fixos	6.9	5.5	6.7	11.1	17.4	11.5	11.6	10.5		10.6	11.1
Aumento de ativos corrente	86.5	86.1	82.5	79.2	76.7	73.8	77.3	73.2		67.5	76.6
Aumento de outros ativos	2.2	4.4	6.0	2.3	-1.1	3.7	2.0	6.9		10.4	3.6
Distribuição de dividendos	4.4	4.0	4.7	7.4	6.9	11.0	9.1	9.3		11.4	8.7
Índice de compras de ativo fixo a preços constantes base 1972	81	87	98	165	259	178	271	290	904	334	339

FONTE: Elaboração própria a partir de pesquisa a empresas.

1980, produz-se um acrescentamento significativo da proporção de fundos destinados a acumular ativos fixos em todos os grupos de ramos (com exceção das exportadoras tradicionais, onde essa proporção flutua intensamente no período). Também pode-se perceber como os aportes de capital próprio não só resultam insignificantes no total de fontes senão que, inclusive, quase que sem exceção sempre resultam inferiores aos dividendos distribuídos.

O destino principal sempre é a ampliação de ativos correntes, enquanto o aumento do endividamento é a principal fonte. Não acontecem mudanças significativas nas proporções entre autofinanciamento e fundos totais comparando os anos prévios e posteriores à reforma. Há mudanças apenas a partir da recessão, quando se verifica uma grande queda nos fundos autogerados. Entre grupos de ramos industriais é destacável o fato de que a proporção de autofinanciamento flutue muito mais nas exportadoras que nas de mercado interno, o que se deve ligar à maior capacidade de fixar margens estáveis sobre custos nas últimas.

Em síntese, não se destacam mudanças espetaculares na estrutura de financiamento das empresas, à exceção da crescente posição cambial negativa no período 1982-1984. As principais mudanças se relacionam com o aumento do coeficiente de endividamento a partir de 1977, que se concentra nas empresas de tamanho médio. O endividamento a longo prazo tem uma tendência decrescente até 1980, só aumenta mais tarde com os refinanciamentos do período da crise. Em todos os casos, a partir de 1976 eleva-se significativamente a proporção de fundos destinados ao investimento em ativos fixos, resultante do aumento desse investimento em termos reais a partir dessa data.

## .VI.

### CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal da reforma financeira era aumentar as taxas de poupança e investimento de uma economia em estagnação. Porém, com posterioridade à reforma essas taxas não aumentaram apesar de a economia ter entrado num período de crescimento que se prolongou por sete anos. A liberalização financeira parece ter tido pouco a ver com a recuperação inicial do investimento, que se explica melhor por uma política de promoção dos setores exportadores não-tradicionais.

Quando o crescimento e o investimento mudam de perfil por volta de 1978, a liberalização financeira permite alguns desenvolvimentos especulativos que deram lugar a um crescimento acelerado do endividamento das empresas com o sistema financeiro. Os diversos choques a que esteve submetida a economia geraram expectativas de ganhos em vários setores, que tiveram a possibilidade de plasmar-se em investimento fixo ou em estoques. Esse processo ocorreu porque os empresários sobrevalorizaram esses ativos.

A lição que se extrai dessa experiência é que a existência de alta disponibilidade de crédito aumenta a sensibilidade da economia aos choques externos e às mudanças da política econômica. A criação de ambientes mais estáveis, de modo que os horizontes de expectativas dos empresários estendam-se por um período maior e tenham mais certeza é um requisito maior para a estabilidade de uma economia cujo sistema financeiro é livre. Obviamente,



esta maior exigência para a estabilidade não implica que possa ser atingida só com políticas econômicas estáveis, como suporia uma visão liberal de política econômica. A estabilização é um pré-requisito disto e a experiência de 1978-1982 indica como as políticas de estabilização podem alterar o conjunto do desempenho econômico. E, além disso, a economia uruguaia em particular, está sempre submetida a choques externos particularmente intensos.

O mero aprofundamento financeiro não é então garantia para o crescimento econômico, nem muito menos para que este resulte estável.

A fixação permanente de taxas de juros negativos sobre os ativos financeiros gerou um processo de desintermediação financeira que, a partir de 1975, se reverteu. Nessa desintermediação, os ativos financeiros privados foram "dolarizando-se" de modo quase que irreversível. A única coisa que a reforma financeira conseguiu foi internalizar essa mudança de moedas fazendo com que, em vez de os capitais pressionarem sobre o nível de reservas das autoridades monetárias, as empresas assumam o risco cambial.

A liberalização financeira permitiu a elevação da intermediação financeira mediante a recomposição da estrutura de ativos financeiros dos agentes privados. Estes substituíram seus ativos financeiros no exterior ou nos mercados informais por ativos contra o sistema bancário. Essa recomposição aconteceu até o período em que sobrevêm a crise e novamente a carteira financeira privada reconstituiu-se aumentando os ativos externos. A permanência desses ativos dentro do sistema não está assegurada pela simples liberalização das taxas de juros.

Obviamente a existência de carteiras financeiras dolarizadas dos agentes bancários conjuntamente com uma posição nega-

tiva em moeda estrangeira das empresas, não é incompatível com que a riqueza total dos empresários seja relativamente independente dos movimentos da taxa de câmbio. Efetivamente, o fenômeno de empresários com carteiras privadas de ativos fora do sistema e empresas com passivos na sua maior parte em dólares é algo comum. Porém, a separação jurídica da propriedade das empresas e dos ativos financeiros coloca problemas de ordem política e fiscal diferentes dos que surgem de uma simples consolidação de estados de ativos e passivos privados.

## BIBLIOGRAFIA

- ANTIA, Fernando. Edeudamiento externo, crisis financiera y política económica (1979-1983). In: Suma v.1, nº 1, pp. 59-96, Montevideo, CINVE, outubro, 1986.
- \_\_\_\_\_. El sistema financiero en la crisis. In: FESUR-Instituto de Economía, Uruguay 87, Montevideo, Banda Oriental, 1987.
- ARDITTO BARLETTA, N., BLEJER, M. e LANDAU, L. (eds.). Economic Liberalization and stabilization policies in Argentina, Chile and Uruguay. Washington, D.C., World Bank, 1984.
- ARELLANO, José Paulo. De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile 1974-83. In: Colección Estudios CIEPLAN, 11, dezembro 1983.
- BANCOS DEL LITORAL ASOCIADOS. La reforma financiera y sus efectos sobre la gestión bancaria. Montevideo, 1981.
- BANCO CENTRAL DEL URUGUAY. Series estadísticas monetarias y bancarias. Montevideo, 1971.
- \_\_\_\_\_. Seminario sobre mercado de capitales en Uruguay. Montevideo, 1974.
- \_\_\_\_\_. Boletín Estadístico. Vários números, 1968-1986.
- BANDA, Ariel e CAPELLINI, J. El sistema bancario privado. Suggestion y perspectivas. Montevideo, Tese de graduação, Facultad de Ciencias Económicas, 1971.
- BANDA, Ariel e MUGICA, Lucio. Política monetaria y rentabilidad bancaria. Montevideo, BCU, 1977.

- CAMARA NACIONAL DE COMERCIO. Análisis preliminar de algunas variables económicas vinculadas con los niveles de cotización de acciones en la Bolsa en el periodo 1930-1980. Departamento de Estudios Económicos, Publicación n. 9, Montevideo, 1981.
- \_\_\_\_\_ . Boletín estadístico de la Bolsa de Valores, Vários números, Montevideo, 1975-1986.
- COLEGIO DE CONTADORES. Estudios sectoriales de la economía nacional. Montevideo, Crónicas Económicas, 1983.
- CORBO, Vittorio e de MELO, Jaime (eds.). How firms adjusted to the recent reforms in Argentina, Chile and Uruguay. Washington D.C., World Bank Staff Working Papers n.764, 1985.
- DIRECCION GENERAL DE ESTADISTICAS Y CENSOS. Anuario estadístico . Montevideo, vários números, 1983-87.
- DE MELO, Jaime; PASCALE, Ricardo e TYBOUT, James. Microeconomic adjustments in Uruguay during 1973-81: the interplay of real and financial shocks. In: World Development, v. 13, n. 8, pp. 995-1015, agosto 1985.
- DREIZEN, Julio. Fragilidad financiera e inflación. Buenos Aires , Estudios CEDES, 1985.
- ESPINO, Alma. 20 años de presencia extranjera en el sistema bancario uruguayo, Montevideo, Instituto de Economía, Universidad de la República, Documento n.2, 1987.
- FANELLI, José María. Ahorro, inversión y financiamiento. Una visión macroeconómica de la experiencia argentina. In: Ensayos Económicos, n. 31, Buenos Aires , Banco Central de la República Argentina, setembro 1984.
- FRY, Maxwell. Models of financially repressed developing economies. In: World Development, v. 10, p. 9, p. 751-765, setembro 1982.

- GIL DIAZ, José. Reforma económica, control monetario y período de transición. In: Búsqueda, n. 89, pp. 32-50, Montevideo, fevereiro 1980.
- GOLDSMITH, Raymond. La estructura financiera y el crecimiento económico. México, CEMLA, 1963.
- GRAU, C., NOYA, N. e RAMA, M. El precio de la vivienda. Consecuencias contables y efectos macroeconómicos. In: Suma v. 2, n. 3 , pp. 29-46, Montevideo, CINVE, outubro 1987.
- GURLEY, John e SHAW, Edward. Financial intermediaries and the saving-investment process. In: Journal of Finance, v. 11, n. 4 , pp. 257-276, 1956.
- \_\_\_\_\_ . Money in a theory of finance. Washington D.C., The Brookings Institution, 1960.
- \_\_\_\_\_ . Financial structure and economic development. In: Economic Development and Cultural Change, v. 15, n. 3, pp. 257-268, Chicago, 1967.
- HANSON, James e de MELO, Jaime. External Shocks, financial reforms, and stabilization attempts. In Uruguay during 1974-83. In: World Development, v. 13, n. 8, pp. 917-939, agosto 1985.
- INSTITUTO DE ECONOMIA. El proceso económico del Uruguay, Montevideo, Universidad de la República, 1969.
- JOHNSON, Harry. Ensayos de economía monetaria. Buenos Aires, Amorrortu Editores, 1972. Tradução ao castelhano de Essays in monetary economics. Harvard U.P., 1967.
- KALECKI, Michal. Teoría de la dinámica económica. México, Fondo de Cultura Económica, 1956. Tradução ao castelhano de Theory of economic dynamics, George Allen and Unwin, 1947.

- KEYNES, JOHN M. the general theory of employment. In: Quarterly Journal of Economics. v. 51, pp. 209-223, 1937.
- \_\_\_\_\_. Teoria general de la ocupación, el interés y el dinero. México, Fondo de Cultura Económica, 1943. Tradução ao castelhana de the general theory of employment, interest and money, 1936.
- KINDLEBERGER, Charles P. Manias, Panics and Crashes. New York, Basic Books, 1978.
- LAENS, S., NOYA, N. e CASARES, I. Precios industriales. Una vision no convencional. Montevideo, CINVE-Banda Oriental, 1984.
- LEVHARI, D. e PATINKIN, D. The role of money a simple growth model. In: American Economic Review, v. 58, p. 713-53, setembro 1968.
- RICHTENZTEJN, Samuel, Importancia actual de las actividades par bancarias en el Uruguay. In: Estudios y coyuntura, n. 2, Montevideo, Instituto de Economia, 1970.
- MCKINNON, Ronald. Dinero y capital en el desarrollo económico. México, CEMIA, 1974. Tradução castelhana de Money and Capital in Economic Development, The Brookings Institution, 1973.
- MACADAR, Luis. Uruguay 1974-1980 (un nuevo ensayo de reajuste económico?). Montevideo, CINVE-Banda Oriental, 1982.
- MINSKY, Hyman. John Maynard Keynes. New York, Columbia U. P., 1975.
- \_\_\_\_\_. Capitalist financial processes and the instability of capitalism. In: Journal of Economic Issues, v. 14, n. 2, pp. 505-523, 1980.
- \_\_\_\_\_. Can "it" happen again? Essays on instability and finance. New York, M. E. Sharpe, 1982.

\_\_\_\_\_. The financial-instability hypothesis: capitalist process and the behaviour of the economy. In: Nebraska Journal of Economics and Business, v. 16, p. 13-47, 1977.

NOTARO, Jorge. La política económica en Uruguay 1968-1982, Montevideo, CIEDUR, 1983.

\_\_\_\_\_. La política económica en Uruguay 1968-1984, Montevideo, CIEDUR-Banda Oriental, 1985.

NOYA, Nelson. Tres problemas para la política económica. In: Suma v. 1, n. 1, pp. 41-58, Montevideo, CINVE, outubro 1986.

\_\_\_\_\_. Un esquema descriptivo para el análisis de las tasas de interés. In: Suma v. 1, n. 1, p. 131-57, Montevideo, Cinve, outubro 1986.

NOYA, N., LAENS, S., CASARES, I. e TERRA, M. Política económica: 25 años de fracasos. In: CINVE, La crisis económica y el problema nacional, Montevideo, Banda Oriental, 1984.

PASCALÉ, Ricardo. El financiamiento de la empresa y los mercados de dinero y de capital. Análisis del caso uruguayo. In: Banco Central del Uruguay, Seminario....., 1974.

\_\_\_\_\_. Inversión, financiamiento y rentabilidad de la industria manufacturera uruguaya. Montevideo, BCU, 1978. Reimpreso en Ensayos en finanzas de empresas. Montevideo, Universidad de la República, 1983.

\_\_\_\_\_. Comportamiento financiero de la industria manufacturera uruguaya 1977-1980. Montevideo, BCU, 1982.

PASINETTI, Luigi. Crecimiento económico y distribución de la renta. Madrid, Alianza, 1978.

PATRON, Maria del Rosario. La inversión industrial y su financiamiento 1973-1983. Montevideo, BCU, Documento de trabajo n.7, 1984.

- \_\_\_\_\_. La reforma cambiaria y monetaria y el proceso económico uruguayo: 1959-1962, In: Revista de Economía, Montevideo, BCU, v.1, n.2, pp.29-85, 1986.
- RAMA, Martín. Por qué no se invierte? Una aplicación de la teoría "q" al caso uruguayo. In: Revista de Economía, v. 1, n.2, BCU, Montevideo, dezembro 1986.
- SANTOS, Alvaro. Posibilidades de desarrollar un mercado de capitales en Uruguay. Montevideo, Tesis de graduação, Facultad de Ciencias Económicas, 1984.
- SHAW, Edward. Financial deepening in economic development, New York, Oxford U.P., 1973.
- STOLOVICH, Luis. La acumulación industrial en el Uruguay. Montevideo, Tesis de graduação, Facultad de Ciencias Económicas, 1987.
- SUNDARARAJAN, V. Debt-equity ratios of firms and interest rate policy: macroeconomic effects of high leverage in developing countries. In: IMF Staff Papers, v. 32, n. 3, pp. 430-474, 1985.
- TAYLOR, Lance. Structuralist Macroeconomics. Applicable models for the Third World. Basic Books, New York, 1983.
- TOBIN, James. Notes on optimal monetary growth. In: Journal of Political Economy, v. 76, p. 833-59, julho-agosto 1963. Reimpresso em Tobin, Essays....., 1971.
- \_\_\_\_\_. Money and economic growth. In: Econométrica, n. 4, p: 671-84, outubro 1965. Reimpresso em Tobin, Essays...., 1971.
- \_\_\_\_\_. A general equilibrium approach to monetary theory. In: Journal of Money Credit and Banking v.1, pp. 15-29, fevereiro 1969. Reimpresso em Tobin, Essays....., 1971.
- \_\_\_\_\_. Essays in Economics. Vol. I. Macroeconomics, New York, North Holland, 1971.



- \_\_\_\_\_ e BRAINARD, Willian. Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls. In: American Economic Review, v. 53, n. 2, pp. 383-400, 1963. Reimpresso em Tobin, Essays....., 1971.
- TYBOUT, James. Credit rationing and investment in a developing country. In: Review of Economics and Statistics, v. 65, n. 4, pp. 598-607, 1983.
- VAN DER WOLF, Bernard, e Instituto de Economia. Política y programación monetaria en el Uruguay 1955-1970. Santiago, ILPES , 1971.
- VAN WIJNBERGEN, Sweder. Credit policy, inflation, and growth in a financially repressed economy. In: Journal of Development Economics v. 13, pp.45-65, Amsterdam, agosto-outubro 1983.
- YERMAN, Juan e KONCKE, Carlos. Mercado cambiario y equilibrio interno. El caso uruguayo. Montevideo, BCU, Selección de Temas n. 3, 1978.
- ZINI, Alvaro. Uma avaliação do setor financeiro no Brasil da reforma de 1964-65 à crise dos anos oitenta, Campinas, Tese de mestrado, DEPE-UNICAMP, 1982.
- ZAHLER, Roberto. Política monetaria y financiera. In: R. Cortázar (ed.). Políticas Macroeconómicas. Una perspectiva latinoamericana. Santiago, CIEPLAN, 1987.