SECRETARIA DE PLANEJAMENTO DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (IPEA)

ANÁLISE MACROECONÔMICA DA EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS E SEUS FINANCIAMENTOS

Institut [illegible]
Nº 41629
DATA 23 08 11

A situação brasileira, em termos de endividamento empresarial, tem sido motivo de vários trabalhos, como os dos economistas Rubem Novaes e Moysés Glatt(*). Da análise dos demonstrativos econômico-financeiros de uma amostra de sociedades anônimas brasileiras para o período 1970/75, ambos os trabalhos, apresentados posteriormente na IV CONCLAP, chegaram as seguintes conclusões:

1º) O endividamento das empresas brasileiras do setor urbano cresceu a taxas reais extremamente elevadas durante o período 1970/75. Entretanto, concomitantemente, não houve descaptalização das empresas, mas sim um maior crescimento real dos recursos externos, fato que determinou uma deterioração na relação capital próprio - capital de terceiros.

2º) O ritmo de expansão do endividamento foi determinado em grande parte pelo crescimento acelerado dos investimentos em ativos fixos, a taxas incompatíveis com a possibilidade de geração dos recursos próprios.

3º) Embora a deterioração das relações capital próprio-capital de terceiros se tenha acentuado no final do período analisado (1974/1975), não se pode negar que já havia uma tendência nítida nesta direção, no período anterior à entrada em vigor de programas de empréstimos altamente subsidiados, para todo setor industrial e parte do terciário.

4º) No período 1970/75, verificou-se uma nítida melhoria nos índices globais de rentabilidade sobre o patrimônio líquido,

---

(*) Trabalhos publicados respectivamente nas revistas: indústria & produtividade, de agosto/77, e Revista Bolsa, de maio/77.

fato que leva os autores a rejeitarem a hipótese de estrangulamento econômico destas empresas tomadas como um todo.

5º) Os trabalhos admitem que a ampliação do endividamento possa ter desempenhado papel positivo na geração dos lucros dentro do período analisado. Entretanto, na concepção dos autores, existe a possibilidade de uma perigosa reversão deste fenômeno, já no curto prazo, em função não só da elevação dos juros reais decorrentes da política monetária e creditícia contracionista, mas também da acentuada retração da demanda, que já estariam influenciando negativamente a rentabilidade dos investimentos proporcionados pela tomada de empréstimos.

Por outro lado, a responsabilidade pelo aumento da dívida empresarial, em nível superior ao aumento dos recursos próprios, foi atribuída pelos autores basicamente aos seguintes fatos:

a) Créditos subsidiados, que foram causadores de uma preferência por empréstimos, principalmente a partir de 1975;

b) retração do mercado de bolsas após o encilhamento de 1971, que aumentou significativamente o custo da chamada de capital próprio, mas cujo efeito ficou restringido a pequeno número de empresas.

c) controles de preços governamentais que, principalmente no que diz respeito aos setores industriais mais visados, ao evitarem que o faturamento acompanhasse a progressão dos custos (incluídos os custos financeiros), comprimiram a margem de lucro potencial e, por consequência, a capacidade de expansão do capital próprio.

SECRETARIA DE PLANEJAMENTO DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (IPEA)

d) crescimento da poupança compulsória, quase que exclusivamente ofertada ao mercado sob a forma de empréstimos, sendo portanto uma imposição a mais ao endividamento.

Alternativamente às abordagens do ponto de vista exclusivo da unidade produtiva, apresentadas nos trabalhos citados, este estudo se preocupa com aspectos macroeconômicos, mostrando como os instrumentos e/ou instituições financeiras atuaram sobre o processo de formação da poupança e sua aplicação em investimento. Assim procedendo, procura-se diagnosticar as causas da alegada expansão do endividamento da empresa nacional. Mais precisamente, tenta-se mostrar até que ponto esta alegada expansão do endividamento da empresa decorreu, de um lado, da aceleração da taxa de investimento das empresas e, de outro, da reformulação institucional do mercado financeiro do País, ocorrida em fins de 1975.

Em sua apresentação, o estudo ficou dividido basicamente em quatro partes: a primeira parte, apresentada no capítulo I, analisa a evolução recente da economia brasileira (período 1965/75, onde supostamente teria ocorrido o fenômeno do endividamente da empresa privada nacional), mostrando a evolução dos investimentos totais (privado e governamentais: em capital fixo e em estoque). O principal argumento aí desenvolvido tenta mostrar que simultaneamente a um melhor aproveitamento da capacidade instalada, o crescimento acelerado do setor industrial no período em tela esteve ultimamente relacionado à evolução dos investimentos em capital fixo do setor privado - fato desconsiderado pela maioria dos trabalhos que analisam a evolução recente da economia brasileira. No capítulo II, são analisadas as fontes de financiamento dos investimentos privados. Analisa-se a evolução poupança interna privada e da poupança externa, bem como, do exceden-

te da poupança do governo(*) em relação a seus investimentos - transferida ao setor privado. Destaca-se, aí a importância de alguns instrumentos de captação dessa poupança (FGTS, PIS/PASEP, Letras Imobiliárias, Depósitos de Poupança, etc.), no crescimento da poupança privada, no período 68/75. Na terceira parte, desenvolvida no capítulo III, são estudados esses instrumentos de captação de poupança vis a vis a alocação dos recursos captados pelos mesmos, a nível setorial e regional e quanto às suas formas de aplicação, surgindo daí as duas conclusões básicas do trabalho, apresentadas no capítulo IV: 1) a influência dos instrumentos mencionados no capítulo II sobre a evolução da poupança e seus reflexos sobre o possível endividamento das empresas e; 2) alternativamente, a compartimentalização do mercado financeiro como uma das causas do possível endividamento.

(*) O conceito de setor público utilizado aqui é o mesmo das contas nacionais do Brasil, compreendendo somente as atividades de segurança, serviços de educação, saúde, etc., sendo as atividades empresariais do governo incluídas no setor privado da economia.

I) COMPORTAMENTO RECENTE DA ECONOMIA BRASILEIRA

O objetivo deste primeiro capítulo é apresentar o quadro macroeconômico em que se teria dado o suposto endividamento crescente das empresas privadas no Brasil. Com este fim, será examinado o comportamento da economia no período 1965/75, com ênfase especial para a evolução dos investimentos fixos levados a cabo pelo setor público - em suas atividades tradicionais de segurança, educação, saúde, etc. - e pelo setor privado, incluindo as atividades empresariais do Governo.

Seguindo a orientação de estudos recentes sobre o referido período, este será dividido, para fins de análise, em quatro fases distintas (recessão, recuperação, sustentação e transição) em função de comportamentos característicos das variáveis investimento fixo, grau de utilização de capacidade instalada e produto global.

FASE DE RECESSÃO (1964/67)

No período em tela, a política econômica esteve voltada, de forma prioritária, para o combate à inflação e para a correção das distorções geradas pelas políticas aduaneira e cambial vigentes nos anos 50. A inflação levou ao atraso no desenvolvimento do sistema financeiro e ao afastamento do capital privado dos investimentos de longa maturação em infra-estrutura e setores de base, enquanto a política "desenvolvimentista" da década anterior acarretou desincentivos à produção de bens de capital e insumos básicos, proteção redundante aos setores produtores de bens de consumo e desestímulo à atividade exportadora, de que resultou a estagnação da capacidade para importar e altos níveis de endividamento externo.

As medidas corretivas, adotadas no bojo das reformas monetária, tributária, bancária e do mercado de capitais, compreenderam as seguintes: incentivos à diversificação do sistema financei-

ro, criação de novos instrumentos de captação de poupança voluntária e de novos mecanismos de poupança institucional (FGTS), com incidência de correção monetária, buscando aumentar o suprimento interno de recursos para financiamento de capital de giro, investimento fixo, programa habitacional, etc.; corte das despesas de consumo do governo, mantendo-se, porém, o nível dos investimentos públicos; forte elevação da carga tributária; financiamento do déficit pela colocação de títulos públicos reajustáveis; restrição do crédito ao setor privado; facilidade de acesso ao crédito externo; eliminação dos controles de preço/tarifas dos serviços industriais de utilidade pública, infra-estrutura básica (energia e transportes) e insumos básicos, redução dos subsídios cambiais implícitos a importação de bens de capital, substituídos por subsídios explícitos, através das isenções tributárias do CDI; criação de um sistema de incentivos a exportação de manufaturados; reduzindo-se, assim, os desestímulos à exportação; além de uma baixa geral na tarifa aduaneira, com o objetivo de, ao se permitirem importações, forçar aumentos de produtividade aos setores de proteção redundante e contribuir para a desaceleração da inflação.

Ainda assim, persistiu certo desestímulo à produção interna de bens de capital e à exportação, devido a sobrevalorização do cruzeiro.

Esse período de recessão se traduz, nos dados apresentados pelas tabelas que se seguem, por um crescimento bastante tímido do PIB - média de 4,3% nos anos 1966/7, uma significativa redução de estoques, com participação decrescente no PIB; e um comportamento instável dos investimentos em capital fixo, com os componentes FBCF -Setor Governo e Setor Privado alternando taxas positivas e negativas de crescimento - que redundam em participações estáveis dessas variáveis no PIB (pouco acima de 4% para a FBCF - Setor Governo, inferior a 15% para a FBCF - Setor Privado e inferior a 20% para o investimento fixo como um todo).

QUADRO A - PREÇOS CONSTANTES DE 1970 - CR$ MILHÕES

ANOS	FBCF-Gov. (1)	FBCF.Priv. (2)	FBCF (3 = 1+2)	VE (4)	PIB (5)
1965	6 616,7	19 981,3	26 590,7	5 061,5	143 935,9
1966	6 254,4	24 590,4	30 830,7	3 586,5	149 351,7
1967	7 239,0	24 327,1	31 540,5	97,0	156 642,2
1968	7 417,2	30 693,8	38 100,0	490,2	174 139,5
1969	9 684,7	32 991,7	42 697,3	5 362,8	191 428,4
1970	8 583,4	37 806,5	46 389,9	2 571,1	208 300,8
1971	9 601,6	45 353,7	54 962,8	5 618,6	236 004,8
1972	10 265,3	53 240,1	63 526,3	6 588,2	263 708,8
1973	12 054,5	60 725,5	72 785,8	12 873,9	300 369,8
1974	14 201,0	72 035,3	86 248,1	24 628,0	329 740,2
1975	15 966,8	78 288,3	94 250,4	-	348 487,2
1976	-	-	-	-	380 565,6

FONTE: Conjuntura Econômica - Julho/1977.

NOTA : Os valores, a preços constantes, para as variáveis FBCF-Gov. e FBCF-Priv. foram obtidos mediante o uso do deflator implícito para a FBCF total, que foi calculado a partir dos valores a preços correntes e constantes para a mesma variável, apresentados pela Conjuntura Econômica - Julho/1977. As variáveis VE e PIB, a preços constantes, foram obtidos diretamente da mesma fonte.

QUADRO B - TAXAS DE CRESCIMENTO

ANOS	FBCF-Gov.	FBCF-Priv.	FBCF	VE	PIB
1965	-	-	-	-	-
1966	-5,5	23,1	16,0	-29,1	3,8
1967	15,7	-1,1	2,3	-97,3	4,8
1968	2,5	26,2	20,8	405,4	11,2
1969	30,6	7,5	12,1	994,0	10,0
1970	-11,4	14,6	8,7	-52,1	8,8
1971	11,9	20,0	18,5	118,5	13,3
1972	6,9	17,4	15,6	17,3	11,7
1973	17,4	14,1	14,6	95,4	14,0
1974	17,8	18,6	18,5	91,3	9,8
1975	12,4	8,7	9,3	-	5,6
1976	-	-	-	-	9,2

FONTE: Conjuntura Econômica - Julho/1977

NOTA : As taxas acima foram obtidas a partir dos dados do Quadro A.

QUADRO C - PARTICIPAÇÃO NO PIB

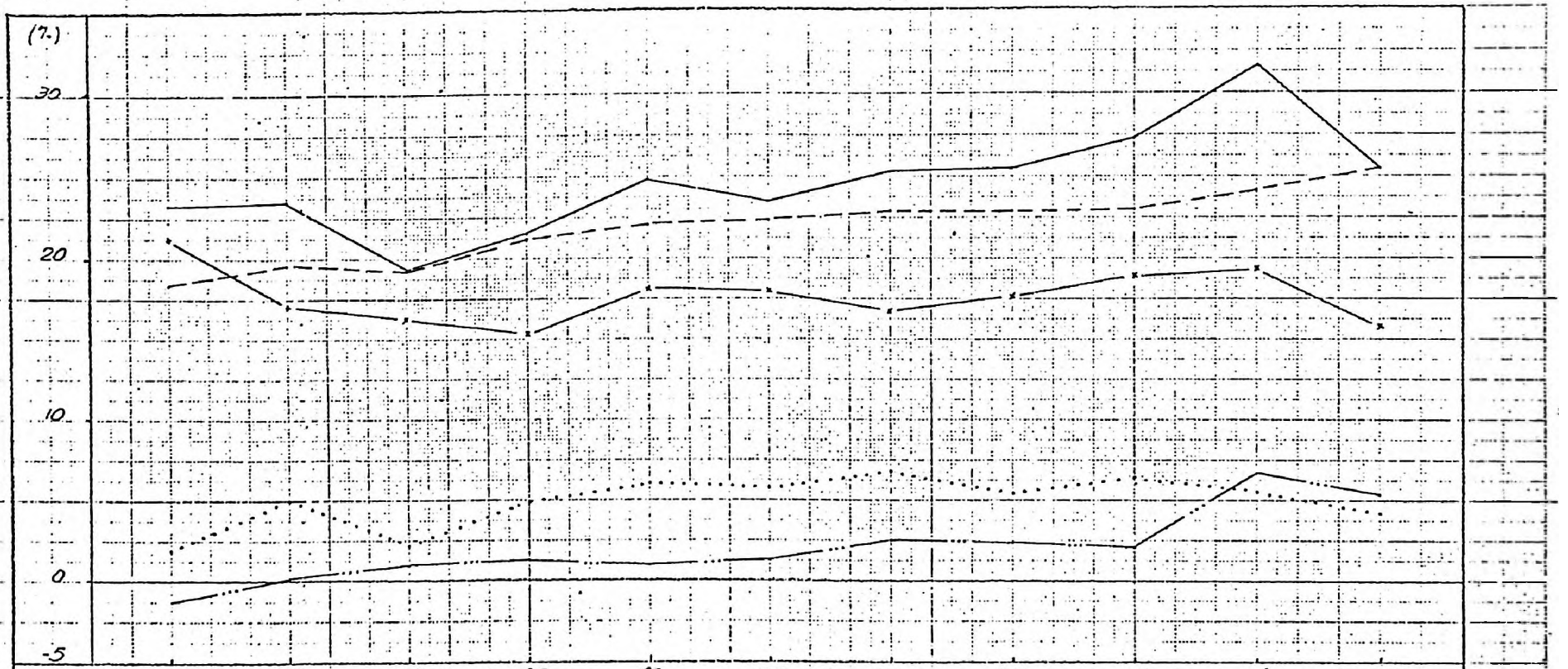
ANOS	FBCF-Gov./PIB (1)	FBCF-Priv./PIB (2)	FBCF/PIB (3)	VE/PIB (4)	$FBCF_{t-1}/\Delta PIB$ (5)
1965	4,6	13,8	18,4	3,6	4,9
1966	4,0	15,7	19,7	2,3	4,2
1967	4,4	14,9	19,3	0,1	1,8
1968	4,1	17,1	21,2	0,3	2,2
1969	5,0	17,1	22,1	2,7	2,5
1970	4,1	18,2	22,3	1,2	1,7
1971	4,0	18,8	22,9	2,5	2,0
1972	3,7	19,2	22,9	2,6	1,7
1973	3,8	19,2	23,0	4,3	2,5
1974	4,0	20,2	24,2	7,4	4,6
1975	4,3	21,1	25,4	-	2,9

FONTE: Conjuntura Econômica - Julho/1977.

NOTA : Os dados da coluna (5) foram calculados a partir dos valores a preços constantes para as variáveis FBCF e PIB, incluídos no Quadro A. As demais colunas forma montadas a partir dos valores, a preços correntes, para as respectivas variáveis.

INVESTIMENTO E POUPANÇA

Participação % no PIB



	65	66	67	68	69	70	71	72	73	74	75
S_1	22.0	22.1	19.4	21.5	24.8	23.5	25.3	25.5	27.3	31.6	25.4
S_2	18.4	19.6	19.3	21.2	22.1	22.3	22.9	22.9	23.0	24.2	25.4
S_3	21.3	17.0	16.2	15.3	18.1	17.9	16.8	17.6	18.9	19.3	15.8
S_4	1.9	5.0	2.2	4.9	6.0	5.8	6.6	5.5	6.4	5.6	4.2
S_5	-1.2	0.1	1.0	1.3	0.7	1.3	2.5	2.4	2.1	6.7	5.4

FONTES { CONJ. ECONÔMICA/FGV
BOLETIM DO BACEN

LEGENDA

S_1 = Investimento total/PIB

S_2 = Formação Bruta de Capital Fixo/PIB

S_3 = Poupança Bruta do Setor Privado/PIB

S_4 = Poupança do Governo/PIB

Nota-se, ademais, uma progressiva queda da relação incremental capital-produto, que, mais significativamente porém, permanece num patamar bem mais elevado (3,6) que a média para o período (2,8). Isto sugere retração geral de demanda e funcionamento da máquina produtiva com largas margens de capacidade ociosa.

FASE DE RECUPERAÇÃO (1968/70)

Nesta fase ocorreu uma mudança de ênfase na política econômica, que se deslocou do controle antiinflacionário para a promoção do crescimento do produto, cuja taxa média (aritmética) de evolução no período foi de 10%. Esse resultado beneficiou-se das margens existentes de capacidade ociosa - só esgotadas em 1970, mas também foram realizados pesados investimentos privados e públicos - em infra-estrutura e setores de base, como no Programa Siderúrgico, Programa de Construção Naval e Programa Habitacional.

Os investimentos privados foram facilitados por um melhor suprimento interno e externo de crédito ao setor privado, bem como por uma dinamização da aplicação dos incentivos fiscais regionais. Além disso, elevou-se a proteção efetiva à produção interna e reforçaram-se os esquemas de promoção das exportações, através de medidas como a instituição do sistema de "minidesvalorizações" (1968), uma alta geral de tarifas, a concessão de novos incentivos fiscais e creditícios à exportação e à formação de companhias de comercialização e à produção para exportação.

Apesar dessas medidas, a demanda de bens de capital continuava, em sua maior parte, a ser desviada para o exterior, em resposta a maior disponibilidade de financiamentos e aos incentivos à importação administrados pelo CDI.

No tocante ao combate a inflação, foi criado, em 1968, o CIP, que passou a controlar os preços industriais, ao mesmo tempo que as autoridades monetárias passaram a utilizar o "open market" pa

ra enxugar os excessos de liquidez, ocasionados pela expansão do crédito interno e o acúmulo de divisas.

O resultado dessas políticas foi uma participação da FBCF no PIB bem acima dos 20%, sendo que o componente Setor Privado do investimento fixo teve uma participação média de 17,5% no produto total (ver tabela I). A medida de eficiência dos investimentos situou-se em níveis médios mais adequados - em torno de 2,0 no período 1967/70, refletindo melhor rendimento do fator capital.

Como no período pré-1968, os componentes Setor Governo e Setor Privado do FBCF continuaram a apresentar fortes oscilações em suas taxas de crescimento, as quais, entretanto, se revelarão algo mais estáveis no período seguinte.

FASE DE SUSTENTAÇÃO (1971/meados de 1973)

Este período caracteriza-se pelo dinamismo dos gêneros produtores de bens de produção, seguidos, num segundo plano, pelos setores produtores de bens duráveis de consumo. Com o esgotamento das margens de capacidade ociosa, aumentaram as necessidades de investimento, compatíveis com a manutenção das altas taxas de crescimento do produto. Assim, a Tabela I mostra que a FBCF evoluiu à taxa média (aritmética) de 16,2% no período, representando quase 23% do PIB, em média, sendo que a componente FBCF - Setor Privado foi o elemento mais dinâmico, com um crescimento médio superior a 17%, apesar dos investimentos vultosos do Estado em infra-estrutura.

Esse desenvolvimento esteve ligado a um melhor suprimento interno de crédito de médio e longo prazo, pelo FINAME, e à reformulação dos incentivos do CDI, que fêz cessar a discriminação contra a produção interna de bens de capital, e para o que contribuiram as seguintes medidas: crédito aos compradores de equipamentos nacionais no valor do IPI e depreciação acelerada sobre bens de fabricação nacional, para efeito de apuração do IR.

O maior dinamismo do setor produtor de bens de produção deu-se às expensas dos gêneros produtores de bens não duráveis de consumo, cujas taxas de crescimento cairam, a partir de 1969, para níveis verificados historicamente, enquanto que a retração dos setores associados à produção de bens duráveis de consumo foi mínima. Em resumo, a maior parcela de recursos para investimentos, especialmente no setor de bens de produção, foi obtida às custas da desaceleração do setor produtor de bens não duráveis de consumo.

Por outro lado, dada a opção de crescimento acelerado e não obstante a reestruturação dos incentivos do CDI, ocorreu um contínuo aumento da parcela importada de bens industriais, o que se traduziu por um fortalecimento da dependência em relação ao exterior, particularmente nos setores internos mais dinâmicos. Daí a necessidade de acelerar as exportações que, a partir de 1972, com a institucionalização dos mecanismos de incentivos fiscais, passam a ter maior significância na expansão da demanda global, e o consequente endividamento externo, na base de créditos de fornecedores e financiamentos para capital de giro.

É evidente, contudo, que a excepcional performance global do período, a que não faltou o "BOOM" de exportações de 1972/73, esteve articulada com a expansão generalizada do comércio mundial no mesmo período.

FASE DE TRANSIÇÃO (A partir do final de 1973)

Esta fase iniciou-se em fins de 1973, com o aumento violento nos preços do petróleo, cujos efeitos, entretanto, só foram sentidos em meados de 1974. Este foi o ano de reversão de tendência, tendo havido uma reativação do ritmo inflacionário e uma forte desaceleração da taxa de crescimento do produto - ainda que mantida em níveis elevados (9,8%), com reflexos defasados sobre os níveis de investimento fixo (em 1975). A taxa de expansão desta variável em 1975

(9,3%) caiu para cerca da metade do ano anterior, tendo a contração sido mais significativa para o componente FBCF - Setor Privado (ver Tabela I).

O exame da participação dessas duas variáveis no PIB não é muito elucidativa, pois o investimento fixo total (FBCF) esteve próximo, em termos médios, de 25% no período 1974/75, enquanto o componente FBCF - Setor Privado representou parcela superior a 20% do PIB. Mais significativo é o comportamento da relação incremental capital/produto, que ascende a níveis comparáveis aos do período de recessão 1965/67. Este resultado sugere problemas de contração da demanda global e surgimento de capacidade ociosa, que se traduzem por menor eficiência dos investimentos.

Com efeito, houve, em 1974/75, uma queda no grau de utilização de capacidade industrial e os estoques se acumularam ao nível recorde de 7,4% do PIB em 1974.

A política econômica procurou contornar a crise interna, complicada pelo refluxo do comércio mundial, com medidas de contenção das importações e de incentivo à exportação de manufaturados.

O receio da recessão levou a um abrandamento dos rigores da política monetária e creditícia em 1976, tendo sido fixado para esse ano, entre outras medidas, o teto de 20% para o pagamento integral da correção monetária devida nos financiamentos a setores prioritários e pequenas e médias empresas. Houve assim, naquele ano, uma breve retomada do crescimento, a uma taxa de 9,2%, que fez uso de segmentos produtivos ociosos e se beneficiou da maturação de investimentos iniciados anteriormente.

II) FONTES DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PRIVADO:

Conforme foi demonstrado no capítulo anterior, a formação bruta de capital fixo apresentou altas taxas de crescimento no período 1965/74. Com efeito de uma proporção de 18,4% do PIB em 1965, os investimentos em capital fixo passaram para 24,2% em 1974. A viabilização destas altas taxas de investimentos somente foi possível graças à realização de elevadas taxas de poupança. Assim sendo, será apresentada neste capítulo uma análise dos componentes da poupança nos conceitos tradicionais: 1) poupança bruta do setor privado, poupança externa representada pelo saldo do balanço de pagamentos em transações correntes e a poupança do setor público. É importante observar desde já que a poupança privada interna e externa apresentaram tendências ascendentes, sendo que a poupança do setor público manteve-se numa proporção aproximadamente fixa do PIB, conforme pode-se observar no gráfico I.

O comportamento da poupança privada líquida interna durante o período de 1965/75, apresentou-se bastante estável quando relacionada com a formação de capital do setor privado. Este componente da poupança, financiou em média 65% dos investimentos fixos do setor privado, incluindo-se aí variação nos estoques (Quadro I).

A evolução da poupança do setor externo, dimensionada pela participação no financiamento dos investimentos do setor privado, apresentou crescimento acelerado no período, pois, enquanto nos três primeiros anos da série, a sua contribuição para o investimento foi praticamente nula, no restante do período a taxa média foi de 10,5%. Vale ressaltar que,no ano de 1974, esta participação alcançou a taxa

QUADRO I

ITEM / ANO	Tg/ FBKFp+Ve	Tg/ PIB	Tg Δ %	Se/ FBKFp+Ve	Se %	R3/ FBKFp+Ve	R3 Δ %
1965	-15,4	-2,7		- 7,1		94,1	
1966	5,7	1,0		0,5		66,5	-24,3
1967	-15,0	-2,2	-331,6	6,5	1 009,3	75,4	-0,2
1968	4,2	0,7		7,6	56,2	59,7	6,1
1969	5,2	1,0	56,8	3,6	-40,4	66,2	40,4
1970	8,5	1,7	74,5	6,6	95,6	59,3	-5,5
1971	9,4	2,0	31,9	11,8	115,2	55,6	13,0
1972	8,0	1,7	-2,3	11,1	7,8	58,1	19,1
1973	10,8	2,5	73,1	8,9	2,7	59,2	30,5
1974	5,9	1,6	-28,6	24,2	256,6	52,0	15,3

NOTAS: Tg = Excedente da poupança do governo em relação a seu investimento

FBKFp+Ve = Formação bruta de capital fixo do setor privado + variação de estoque

Δ % = Evolução real (1970=100 IPA/DI-MÉDIA)

Se = Deficit do Balanço de Pgtº em Conta Corrente

R3 = Poupança Liq. Interna do Setor Privado

de 24,2%, sendo a mais alta verificada nos últimos anos, em conseqüência da extraordinária antecipação de compras no exterior (com a realização de notável acumulação de estoques) e elevação dos preços das matérias primas e combustíveis importados fazendo com que as nossas importações duplicassem neste ano. Como em 1974 não houve alteração substancial na formação bruta de capital fixo, : conclue-se que boa parte da poupança externa tenha se destinada ao consumo e a formação de estoques.

Analisando-se, alternativamente, a evolução da poupança externa em termos reais, observa-se uma grande irregularidade nas taxas encontradas. Em 1967, a expansão alcançou 1.009,3% em termos reais, caindo para menos 40,4% em 1969 etc. Conclue-se que a série não segue a nenhuma tendência, conforme se pode observar na tabela citada anteriormente.

Com relação à poupança do governo transferida para o setor privado, entendida como o excedente da poupança do mesmo em relação aos seus investimentos, esta apresentou comportamento estável no período de 1968/74, em relação aos investimentos do setor privado. A participação da poupança estatal na formação de capital do setor privado, inclusive variação de estoques, foi de aproximadamente 7% em termos anuais. Vale ressaltar que em 1973, ocorreu o pico da participação desta poupança nos investimentos privados, quando atingiu 10,8%. Analisando-se a evolução desta variável, em função do produto interno bruto, chega-se à mesma conclusão anterior, a de não apresentar qualquer comportamento definido.

Dentre os instrumentos utilizados na captação da poupança privada líquida interna, merecem destaque aqueles instumentos de pou-

pança, forçada e voluntária estimulados ou criados após 1964, devido ao volume de recursos que movimentaram no período em tela. Assim, serão destacados o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), o qual vem nos últimos anos da série aumentando de importância pelo volume de recursos que consegue canalizar para os investimentos imobiliários, como também os Depósitos de Poupança e as Letras Imobiliárias, os quais canalizaram vultoso montante de recursos para o mesmo setor. Vale ressaltar ainda os programas PIS/PASEP, criados em 1971 e os incentivos fiscais. Os primeiros correspondem ao principal item da poupança compulsória imposta ao setor privado e os incentivos englobam recursos da SUDENE, SUDAM, SUDEPE, EMBRATUR e IBDF.

Estes instrumentos desempenharam o papel de captadores de poupança adicional, como também substituiram os instrumentos velhos não revitalizados, na captação da poupança. Assim é que em 1974 não mais que 69% da poupança líquida do setor privado, foi captada por instrumentos tradicionais, o que é sensivelmente inferior à parcela de 98%, assim captada em 1965, conforme pode-se observar no quadro II.

A criação do FGTS em 1966 veio fornecer o necessário suporte financeiro ao BNH, possibilitando-o a fomentar o desenvolvimento urbano. O Fundo de Garantia rapidamente passou a constituir a principal fonte de recursos novos do BNH.

No período de 1967/74, a análise do Fundo de Garantia, mostrou que os recursos líquidos canalizados pelo fundo teve um desempenho razoável em relação a sua participação na formação de capital do setor privado, assim é que esta relação situou-se em torno de 3% em termos de média anual no período em análise, conforme pode-se verificar no quadro II.

QUADRO II

ITEM / ANO	DP/ FBKFp+Ve	DP Δ %	FGTS/ FBKFp+Ve	FGTS Δ %	PIS/PASEP/ FBKFp+Ve	PIS/PASEP Δ %	A %	B %
1965							2,2	97,8
1966	0,2						5,6	94,4
1967	0,5	198,0	2,5				13,4	86,6
1968	1,1	191,6	3,8	105,7			20,7	79,3
1969	1,8	93,6	3,6	17,5			19,5	80,5
1970	1,7	3,7	3,4	-0,2			22,5	77,5
1971	2,5	74,6	3,0	7,0	0,5		27,8	72,2
1972	3,6	62,0	3,1	16,7	1,4	-69,5	34,6	65,4
1973	4,3	56,4	2,8	16,5	2,5	125,3	35,1	64,9
1974	4,9	48,7	2,4	11,7	2,8	48,7	30,5	69,5
1975				11,0		25,9		
1976				6,3		10,1		

NOTAS: DP = Depósito de poupança

FBKFp+Ve = Formação bruta de capital fixo do setor privado + variação de estoques

Δ % = Evolução real (1970=100 IPA/DI-MÉDIA)

A = (LI+DP+FGTS+DEP.PRAZO Fx C/COR+PIS/PASEP+INC.FISCAIS)/R3

B = (Recursos captados por instrumentos tradicionais)/R3

R3= Poupança líquida interna do setor privado

LI= Letras imobiliárias

Analisando-se por outra ótica a evolução dos recursos líquidos do FGTS no período 1967/76, observa-se que no triênio 1971/73 foi atingida a mais alta taxa de expansão desta poupança, aproximadamente de 13% ao ano em termos reais, apresentando um comportamento bastante irregular no restante do período. Vale salientar que, no último ano da série, foi observada uma taxa de expansão de 6%, bem inferior à média do período, 9,7%, sendo que este fato deve estar relacionado à política de desaquecimento da economia posta em prática no País, como também, a uma maior rotatividade da mão-de-obra, fatos que elevaram os saques no fundo, (veja-se tabela citada anteriormente).

Em relação aos depósitos de poupança, observou-se um desempenho crescente deste instrumento de captação de poupanças voluntárias nos anos 1966/76, e consequentemente como financiador dos investimentos imobiliários. A importância deste instrumento financeiro pode ser demonstrada pela sua participação na formação de capital do setor privado(*). Assim, no sub-período 1967/70, a participação destes recursos foi de 1%, elevando-se no período seguinte - 1971/74 - para 3,8%em média. Analisando-se a evolução desta variável em termos reais, observam-se duas fases distintas: 1) no sub-período 1967/71, não se verificou nenhuma tendência na série, havendo alternância de aumentos e quedas nas taxas de evolução. 2) já no restante do período, observa-se uma tendência nítida de queda nas taxas de crescimento desta poupança em termos reais.

(*) - incluindo as variações nos estoques.

No tocante aos recursos líquidos mobilizados pelo PIS/PASEP, no período de 1972/74, observou-se uma evolução decrescente em termos reais destes recursos, conforme se pode verificar na Tabela citada anteriormente. Analisando-se a sua evolução pela ótica da participação nos investimentos do setor privado, observa-se uma relação girando em torno de 2,2% ao ano.

A poupança voluntária captada através das letras imobiliárias, apresentou dois sub-períodos bem distintos em termos de incremento: 1) nos anos de 1967/72, tivemos taxas positivas de crescimento real nesta variável; 2) no sub-período 1973/76, observou-se decréscimo em termos reais, da poupança captada por este instrumento. Referido fato deveu-se basicamente a mudanças de preferências dos poupadores em favor de outros ativos financeiros e reais, em detrimento das letras imobiliárias. Analisando-se a evolução desta variável, em termos de sua participação na formação de capital do setor privado, observa-se uma queda nos últimos anos da série, conforme pode-se observar no quadro III.

Os depósitos a prazo fixo com correção monetária, apresentaram no período 1966/74, uma evolução bastante irregular, alternando-se altas e baixas taxas de expansão real na série. sendo que o seu comportamento, em termos de investimentos do setor privado, apresentou no sub-período 1972/74 uma taxa de evolução média de 6,6% enquanto no restante do período a média de participação foi 3,0%, o que demonstra importância crescente deste instrumento de poupança, na captação da mesma.

Com referência aos incentivos fiscais, observou-se um comportamento bastante estável no período 1966/74, pois a sua capacidade de financiamento do investimento privado girou em torno de 3%, apresentando uma expansão média 13,9%, valendo ressaltar que, em 1976, verificou-se queda real destes recursos.

A evolução da poupança privada interna deduzida a parcela captada pelos instrumentos de captação novos ou revitalizados: FGTS, PIS/PASEP, incentivos fiscais, Letras Imobiliárias, Depósitos de Poupança e Depósito a prazo fixo com correção monetária, medida sua evolução pela participação no investimento privado e no produto interno bruto, apresentou uma queda, substancial em relação a cada uma das variáveis, pois em 1965 esta poupança financeira 92,0% dos investimentos do setor privado,reduzindo-se para 37,5% em média no período 1972/74.

III) ALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA

As aplicações das poupanças nacionais, captadas através dos instrumentos novos ou revitalizados, na sua maior parte destina-se a setores específicos, devido a excessiva compartimentalização do mercado financeiro brasileiro. Com efeito, 51% da poupança anual captada por estes instrumentos em 1974,foram destinados a habitação e agora urbanismo (FGTS, depósito de poupança e Letras Imobiliárias) , 3% em projetos setoriais específicos (turismo, pesca e reflorestamento), 7% para as regiões Norte, Nordeste e Espírito Santo, sobrando livres, apenas 39% correspondentes a poupança captada ou gerada pelos demais (Quadro III).

QUADRO III

ITEM / ANO	DPF/ FBKFp+Ve	DPF Δ%	LI Δ%	INC. FISCAIS Δ%	R9/ FBKFp+Ve	A %	B %	C %	D %
1965					92,0				100,0
1966	1,2			19,6	62,7	1,4	4,2		63,2
1967	2,5	83,6		33,4	65,3	6,5	39,5	0,9	34,5
1968	2,8	45,1	78,5	25,0	47,3	9,0	50,8	2,7	24,3
1969	2,8	26,4	48,1	26,0	53,3	9,6	52,9	3,9	21,9
1970	3,1	18,3	5,7	15,7	46,0	9,7	49,6	5,0	22,2
1971	5,4	111,3	15,8	-13,9	40,2	12,9	45,0	3,8	13,1
1972	8,2	72,2	63,0	-19,2	38,0	18,3	43,3	2,2	7,0
1973	8,1	26,3	-17,4	23,2	38,4	19,0	40,8	2,3	6,3
1974	3,4	-44,1	-24,3	15,2	36,1	14,3	50,9	3,0	6,8
1975		70,3		17,5					
1976		-3,5		-15,3					

NOTAS: FBKFp+Ve = Formação bruta de capital fixo do setor privado + variação de estoques

Δ% = Evolução real (1970 = 100 IPA/DI-MÉDIA)

LI = Letras Imobiliárias

R9 = Poupança interna líquida captada pelos instrumentos tradicionais

A = (LI+DP+FGTS+DEP. PRAZO FIXO C/CORR. MONET.+PIS/PASEP)/FBKFp+Ve

B = (FGTS+DP+LI)/(LI+DP+FGTS+DEP. PRAZO FIXO C/CORR. MONET.+PIS/PASEP+ INC. FISCAIS)

C = (EMBRATUR+SUDEPE+IBDF)/(LI+DP+FGTS+DEP. PRAZO FIXO C/CORR. MONET. + PIS/PASEP + INC. FISCAIS)

D = (SUDAM+SUDENE+GERES)/(LI+DP+FGTS+DEP. PRAZO FIXO C/CORR. MONET. + PIS/PASEP + INC. FISCAIS)

DP = Depósito de poupança

SECRETARIA DE PLANEJAMENTO DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (IPEA)

Analisando-se, alternativamente a evolução da aplicação da poupança nacional captada pelos instrumentos novos e estimuladas após 1964, pela sua participação no investimento total do setor privado, chega-se a conclusão que a proporção tem aumentando substancialmente nos últimos anos, pois enquanto a participação no período 1966/67 girava em torno de 4,0%, no período seguinte 1968/74 a mesma relação atingiu 13,3%, demonstrando, portanto a crescente importância destes instrumentos como financiadores da formação bruta de capital fixo do setor privado. Sendo que estes recursos são compulsoriamente aplicados sob a forma de empréstimos.

IV) CONCLUSÕES

Conforme foi demonstrado nos capítulos anteriores deste trabalho, os recursos canalizados através do FGTS, PIS/PASEP, depósito de poupança, depósito a prazo fixo, são aplicados predominantemente sob a forma de empréstimos de médio e longo prazo com correção monetária. Com efeito tais empréstimos correspondem a nada menos do que 85,2% da poupança privada captada pelos instrumentos financeiros excluindo-se os empréstimos com fundos governamentais geridos por empresas públicas. Diante deste quadro só resta ao empresário nacional duas opções: ou não cresce e perde sua vez para as multinacionais e empresas públicas, ou cresce através do aumento da participação do capital de terceiros em relação ao capital próprio. Dado que aqueles recursos são aplicados com cláusula de correção monetária e pagamentos de juros, só resta uma saída para as empresas privadas nacionais evitarem a insolvência: aumentarem suas poupanças próprias no montante suficiente para amorti-

zarem os empréstimos mais correção monetária e juros de tais financiamentos. Como o reajuste dos preços dos produtos destas empresas que são controladas pelo CIP, não acompanham a elevação de seus custos totais, têm-se como consequência o fato consumado do aumento das falência das empresas privadas nacionais.

Uma segunda questão a ser levantada está relacionada com a estrutura da empresa privada nacional, onde a participação da pequena e média é maioria - dentro dos critérios usualmente utilizado. Tais empresas pouca ou nenhuma opção terão de competir no mercado de capitais com as estatais, geralmente preferida pelos aplicadores em ativos de renda variável.

As alternativas para o processo de crescimento sem endividamento excessivo são apontadas no capítulo seguinte.

V) RECOMENDAÇÕES:

Com vistas a mudar a tendência ao endividamento acelerado da empresa privada nacional, sugere-se mudanças institucional no funcionamento do mercado financeiro brasileiro. Com esta finalidade recomenda-se alterações nas formas de aplicação da poupança nacional, através da internalização por mais longo tempo dos recursos alocados na empresa privada nacional, sem entretanto criar risco para os agentes poupadores. Operacionalmente a solução estaria na criação de um instrumento financeiro com características especiais do tipo "debenture reajustável" com absoluta prioridade de pagamento em casos de insolvência.

cujos juros seriam calculados com base em valores atualizados que, por sua vez, poderiam corresponder ao da reavaliação dos ativos das empresas.

Uma segunda sugestão é no sentido de se reduzir a excessiva comportamentalização do mercado financeiro, através da aplicação de parte dos recursos captados pelas instituições financeiras oficiais em forma de depósito de poupança, para setores não habitacionais, dado que o excessivo volume de recursos canalizado para este setor produtivo, tem sido gerador de inflação a nível setorial nos últimos meses.