



FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

EAESP - Escola de Administração de Empresas de São Paulo



**NPP - Núcleo de Publicações e
Pesquisa
PIBIC-CNPq**

**RELATÓRIO FINAL DE
PESQUISA**

**“A rentabilidade das empresas
brasileiras após a introdução do
Plano Real”**

**Por Antonio Marques de Oliveira Neto (Pesquisador)
e José Márcio Rebolho Rêgo (Orientador)**

Realizado entre Jul./1996 e Junho/1997

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todos aqueles que de uma forma ou de outra me ajudaram durante esta caminhada. Em especial, gostaria de agradecer ao professor José Márcio Rebolho Rêgo, meu orientador durante a pesquisa, que através de reuniões periódicas me auxiliou com bastante conhecimento e que sem o qual não poderia ser possível a realização deste projeto.

À Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, local onde fui bem recebido e pude realizar grande parte da procura bibliográfica. À consultoria bancária Austin Asis, onde pude colher várias das informações que se transformaram em ferramentas indispensáveis ao andamento da pesquisa.

À Escola de Administração de Empresas de São Paulo da qual faço parte com orgulho. Gostaria de agradecer em especial aos professores, bibliotecários e as minhas amigas do NPP Isoleti e Beatriz.

Por último, gostaria de agradecer aos meus grandes amigos Dennis Li Valle e Márcio Mâcedo de Almeida, que em momentos de dificuldade tanto no uso das ferramentas da informática como nos momentos de incerteza sempre dispuseram a ajudar-me. E ao CNPq por esta oportunidade.

SUMÁRIO

Tópico

I-ABSTRACT

II-INTRODUÇÃO

III- DESENVOLVIMENTO

1-OBJETIVOS

2-HIPÓTESES

3-METODOLOGIA

4- MEDIDAS DE RENTABILIDADE DAS EMPRESAS

4.1- Margem

4.1.1- Margem Bruta

4.1.2- Margem Operacional

4.1.3- Margem Líquida

4.2- Giro do Ativo

4.3- Retorno dos Ativos Totais (ROI)

4.4- Retorno do Patrimônio Líquido (ROE)

4.5- CROI

5- O PLANO REAL

5.1- O Real em Números

5.2- Reflexos da Nova Conjuntura

6- A ANÁLISE DA RENTABILIDADE

6.1- A Evolução do Índice

6.2- Os Setores Mais Rentáveis

6.3- Uma Análise a Parte: "o Setor Bancário"

7- CONCLUSÃO

IV- BIBLIOGRAFIA

V- NOTAS DE REFERÊNCIA

I-ABSTRACT

Com a introdução do Plano Real as empresas brasileiras passaram a coexistir em um novo ambiente macroeconômico. Diante desta nova realidade, o pesquisador procura demonstrar qual o reflexo de todas estas mudanças no desempenho econômico-financeiro das empresas. Ele baseia as análises a partir da rentabilidade patrimonial das maiores sociedades anônimas de capital aberto e dos maiores bancos existentes no país. A análise sugere que há uma forte relação entre as limitações fundamentais do novo programa de estabilização brasileiro e o resultado dos bancos e empresas analisados.

II- INTRODUÇÃO

A partir de julho de 1994, com a introdução do Plano Real, as empresas brasileiras passaram a coexistir em um novo ambiente, cujas características principais eram bastante diferentes daquelas que marcaram os ambientes passados. A crescente abertura do país ao exterior e estabilização geraram sérios impactos no comportamento de nossas empresas e, principalmente, na postura de nossos empresários.

A queda abrupta da inflação foi fundamental neste processo de globalização pois aproximou a realidade interna do Brasil da realidade dos países mais desenvolvidos. Os pilares de sustentação do plano logo produziram reflexos em toda a nossa economia. Estes reflexos foram sentidos de forma distinta nos diversos setores analisados e criaram para as empresas e bancos analisados uma série de necessidades para a sobrevivência.

1-OBJETIVOS

São objetivos, demonstrar quais os impactos causados pela nova conjuntura criada pelo Plano Real no desempenho econômico das maiores sociedades anônimas de capital aberto do país e dos maiores bancos, demonstrando o comportamento de sua rentabilidade. De maneira subsidiária objetivamos descobrir quais são os novos fatores críticos de sucesso que têm determinados bons resultados para algumas das companhias analisadas.

2-HIPÓTESES

O projeto visa demonstrar se houve uma redução na rentabilidade da indústria nacional após o real, isto será possível através de análises minuciosas de demonstrações financeiras de diversas empresas de diversos setores industriais. Serão trabalhados vários conceitos contábeis como, por exemplo, ROI (Return On Investment), além é claro do conceito-chave rentabilidade.

3-METODOLOGIA

Esta pesquisa foi dividida em três partes. A primeira consistiu no levantamento de uma bibliografia acerca principalmente das principais medidas de lucratividade das empresas. Nesta etapa foram utilizadas diversas publicações nacionais e estrangeiras. A segunda etapa consistiu na formação das amostras. No projeto, foram estudadas duas amostras, uma formada por empresas e outra formada por bancos. O critério de classificação das empresas que compõem a amostra leva em consideração o porte das empresas. O universo analisado corresponde às sociedades anônimas contidas nas 550 maiores empresas do CD-Rom da revista Exame, ou seja, refere-se a empresas com faturamento acima de 140 milhões de dólares. a partir desse universo, que varia ano a ano, utilizou-se o método de filtragem, ficando é claro, apenas as empresas que possuíam os dados de desempenho disponíveis. A partir daí, listou-se as empresas levando em conta o desempenho de suas rentabilidades patrimoniais. Durante o levantamento dos dados a Exame utilizou-se apenas dos balanços publicados segundo o critério da correção monetária integral. A série histórica analisada foi de cinco anos, ou seja, de Dezembro de 1991 a Dezembro de 1995. Devido ao alto custo para obtenção dos dados relativos ao exercício de 1996 a ao término da pesquisa antes da divulgação pública dos mesmos, a análise deste ano foi feita baseada em estudos preliminares publicados em jornais, relatórios e revistas. Já a amostra bancos foi formada pelos cinquenta maiores bancos instalados no país e os dados foram obtidos através do banco de dados da CMA/Austin Asis. A série histórica foi de cinco anos e o período analisado foi de Dezembro de 1992 a Dezembro de 1996.

Decidiu-se adotar a rentabilidade do patrimônio representada pela sigla ROE (Return on Equity) no modelo DuPont, como sendo a medida de rentabilidade das empresas durante o projeto. Esta escolha deveu-se ao fato do ROE ser composto por três outros índices, margem líquida, giro do ativo e alavancagem, que demonstram o nível de eficiência global da administração em conseguir gerar bons resultados. Como a margem é cada vez mais uma variável ligada ao mercado e a diferenciabilidade dos produtos e serviços e não mais as decisões financeiras, e como o giro está diretamente ligado ao setor no qual a empresa atua, a alavancagem financeira disposta como sendo a variável chave na determinação da rentabilidade.

A terceira e última fase consistiu no levantamento de dados atualizados sobre o Plano Real. Para isto, acompanhou-se os acontecimentos econômicos ligados ao plano em publicações como revistas, jornais e boletins publicados pelo Banco Central.

A seguir estão listados os bancos de dados utilizados e as instituições visitadas durante a pesquisa:

CD-ROM Gazeta Mercantil
CD-ROM Revista Exame
Macrodados
CMA/Austin Asis
Aries on-line

Comissão de Valores Mobiliários em São Paulo
Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro
Austin Asis

4- MEDIDAS DE RENTABILIDADE DAS EMPRESAS

Como muito bem expõe Gitman¹ há um grande número de medidas de lucratividade. Cada uma delas relaciona os retornos da empresa a suas vendas, seus ativos ou ao seu patrimônio líquido. Como um conjunto, essas medidas permitem ao analista avaliar os lucros em relação a um dado nível de vendas, um certo nível de ativos ou o investimento do proprietários. Observa-se atentamente a lucratividade da empresa pois, para continuar existindo, ela precisa ser lucrativa. Sem lucros uma empresa não pode atrair capital externo, ademais, seus credores e proprietários ficariam preocupados com o futuro da empresa e procurariam recuperar os recursos que empregaram nesta. Sendo assim, todos estão sempre atentos ao incremento dos lucros da empresa, devido à grande importância dada aos lucros pelo mercado.

A pesquisa aborda principalmente o índice de rentabilidade patrimonial das maiores empresas e maiores bancos instalados no Brasil. Este índice, bem como, os outros abordados durante o projeto baseiam-se nas demonstrações financeiras das sociedades anônimas de capital aberto que compõem as amostras. Sendo que, os índices em sua maioria são extraídos do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado de Exercício, que têm suas estruturas legais apresentadas nas páginas a seguir.

ESTRUTURA LEGAL DO BALANÇO PATRIMONIAL

Esta estrutura pode ser transcrita a partir dos artigos 178 a 182 da lei nº 6.404/76², que tratam da classificação dos elementos patrimoniais do balanço.

Ativo	Passivo
Circulante *Disponibilidades *Direitos realizáveis no exercício social subsequente *Despesas do exercício seguinte Realizável a longo prazo *Direitos realizáveis após o término do exercício seguinte *Adiantamentos ou empréstimos a coligadas, controladas, diretores ... Permanente *Investimentos **Aplicações permanentes em outras sociedades **Direitos não classificáveis do ativo circulante e que não se destinam à atividade da empresa *Imobilizado ** Bens destinados à atividade da empresa *Diferido ** Despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social	Circulante *Obrigações vencíveis no exercício seguinte Exigível a longo prazo *Obrigações vencíveis após o término do exercício social subsequente Resultados de exercícios futuros *Receitas de exercícios futuros , menos custos e despesas correspondentes Patrimônio Líquido *Capital subscrito, menos parcela não realizada *Reservas de capital ** Ágio na emissão de ações **Produto de alienação de partes beneficiárias **Prêmio na emissão de debêntures **Doações e subvenções **Correção monetária do capital (1) *Reservas de reavaliação **Aumento de valor do ativo decorrente de novas avaliações *Reservas de lucros **Reserva legal **Reservas estatutárias **Reservas para contingências **Reservas de lucro a realizar *Lucros ou prejuízos acumulados

(1) Nas demonstrações financeiras por correção integral não há essa rubrica.

ESTRUTURA DA DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO (DRE)

A estrutura da DRE pode ser transcrita a partir do artigo 178 da lei nº 6.404/76³, que trata da demonstração do resultado.

RECEITA OPERACIONAL BRUTA

- (-) Vendas canceladas
- (-) Abatimentos sobre vendas
- (-) Impostos sobre vendas

RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA

- (-) Custo dos produtos, mercadorias ou serviços vendidos

LUCRO BRUTO

- (-) Despesas com vendas
- (-) Despesas administrativas
- (-) Despesas financeiras, líquidas das receitas
- (-) Outras despesas operacionais
- (±) Resultado da equivalência patrimonial

LUCRO OPERACIONAL

- (+) Receitas não operacionais
- (+) Despesas não operacionais
- (±) Saldo da correção monetária(1)

LUCRO ANTES DOS IMPOSTOS, CONTRIBUIÇÕES E PARTICIPAÇÕES

- (-) Provisão para o imposto de renda
- (-) Provisão para contribuição social
- (-) Participações

LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO

LUCRO POR AÇÃO

(1) Nas demonstrações financeiras por correção integral não há essa rubrica.

Os índices que compõem as principais medidas de lucratividade das empresas e os conceitos em torno delas são dispostos a seguir:

4.1- Margem

A Margem de Lucro mede a habilidade da unidade organizacional em controlar os custos para um dado nível de vendas. Quanto menor o custo requerido para gerar um real de receita, maior será a Margem de Lucro⁴. Uma característica das margens é que elas estão diretamente ligadas ao tipo de atividade em que a empresa opera⁵.

4.1.1- Margem Bruta

Mede a porcentagem de cada Real remanescente após a empresa ter pago por suas mercadorias. Quanto maior a Margem Bruta melhor e menor o custo relativo das mercadorias vendidas. É claro que o oposto também é verdadeiro. A Margem Bruta é calculada da seguinte forma⁶:

$$\text{Margem bruta} = \frac{\text{Vendas} - \text{Custo das Mercadorias Vendidas}}{\text{Vendas}} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Vendas}}$$

4.1.2- Margem Operacional

Mede a porcentagem do lucro obtido em cada real de venda antes das despesas não operacionais e do imposto de renda. Prefere-se uma alta Margem Operacional, que é calculada do seguinte modo⁷:

$$\text{Margem Operacional} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas}}$$

4.1.3- Margem Líquida

Mede a porcentagem de cada real permanente após todas as despesas, incluindo impostos que tenham sido deduzidos. Quanto maior a Margem Líquida de uma empresa melhor. o conceito de margem relativa "boa" é bastante relativo, dependendo do setor em que a empresa atua. A Margem líquida é calculada da seguinte maneira⁸:

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido Depois do Imposto de Renda}}{\text{Vendas}}$$

4.2- Giro do Ativo

Segundo Mobley & McKeown⁹, o Giro do Ativo é uma medida de “esforço do mercado”. “Quanto maior o giro, maior a penetração da empresa no mercado”. Este índice também está relacionado as características do setor no qual a empresa analisada está situada. O Giro do Ativo é obtido a partir da seguinte equação:

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}}$$

4.3- Retorno dos Ativos Totais (ROI)

Frequentemente também chamado de retorno do investimento da empresa, segundo Gitman, "este índice mede a eficiência global da administração em gerar lucro a partir dos ativos disponíveis. Quanto maior o retorno dos ativos melhor"¹⁰. Esta medida de retorno contábil foi derivada do Sistema DuPont de análise financeira¹¹ (observe diagrama na página a seguir), que foi desenvolvido na década de 20 deste século. É provavelmente, o mais importante quociente individual de toda a análise de balanços.

A medida contábil mais comumente designada pela sigla ROI (Return on Investment) é calculada da seguinte forma¹²:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Líquido Depois do Imposto de Renda}}{\text{Ativo Total}}$$

Este quociente pode ser decomposto em um produto formado pela margem líquida e o giro dos ativos, que foram expostos anteriormente. Ficando assim, a seguinte expressão:

ROI = Margem Líquida X Giro do Ativo, ou melhor:

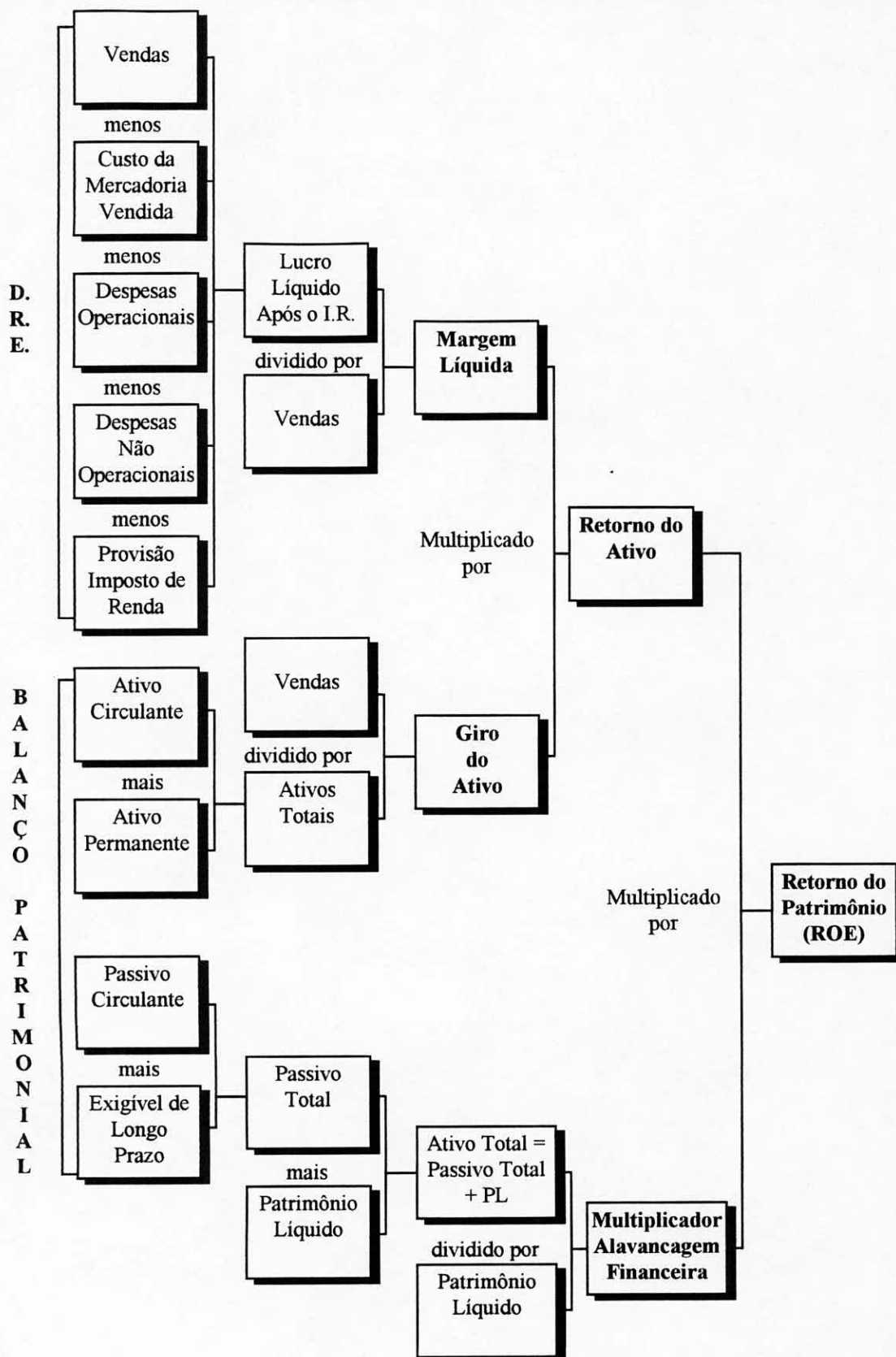
$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Líquido Depois do Imposto de Renda}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}}$$

O desmembramento demonstrado acima nos permite detectar quais são os problemas na composição do retorno e se as decisões a serem tomadas devem estar ligadas ao giro ou a margem, ou até mesmo, a ambas. Apesar de ser considerado por alguns autores como sendo o mais importante quociente individual de toda a análise de balanços, o ROI possui uma série de limitações. Muitas delas estão ligadas aos "Princípios contábeis Geralmente Aceitos". Isto ocorre porque as empresas adotam diferentes métodos de depreciação, avaliação de estoques, apropriação de receitas e despesas, além de uma série de outros fatores.

A nova legislação que não obriga mais as empresas a corrigirem seus balanços é um exemplo disso. Ela favorece ao aparecimento de distorções, o que dificulta o processo de medida do valor real do lucro obtido pela empresa em seu exercício contábil.

Devido aos problemas relacionados ao cálculo do ROI, seu uso indiscriminado poderá trazer distorções à análise. Segundo Haroldo Moura Vale Mota¹³, para se compreender a melhor maneira de utilizá-lo, há que se observar o seu emprego na Du Pont e GM na primeira metade deste século. O que significa dizer que a empresa poderá utilizar esta medida de rentabilidade para avaliar o negócio como um todo, tomando-se como referência, o índice da indústria ou um parâmetro de longo prazo julgado viável.

SISTEMA DUPONT DE ANÁLISE FINANCEIRA



4.4- Retorno do Patrimônio Líquido

Como o objetivo principal da empresa está associado aos interesses de seus proprietários, nada mais natural que houvesse uma medida de rentabilidade contábil que aferisse o retorno do capital próprio, ROE. Esta medida seria dada pelo quociente entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, ou capital próprio.

Segundo Gitman¹⁴, o ROE mede o retorno auferido pelos acionistas (ambos preferenciais e ordinários) sobre os recursos investidos na empresa. Sendo dado pela seguinte equação:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido Depois do Imposto de Renda}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Há, contudo, uma forma mais analítica de calcular o retorno sobre o capital próprio, levando-se em conta o ROI, o custo de capital de terceiros e o grau de endividamento da empresa. Com base nesta medida chamada ROE (return on equity), pode-se avaliar o impacto que o capital de terceiros exerce sobre o resultado dos acionistas. Este impacto é denominado Leverage ou efeito de alavancagem financeira. Sendo assim, o ROE será calculado também a partir do ROI, multiplicando-o pelo Multiplicador de alavancagem Financeira (FLM), que é igual ao quociente entre o ativo total e o patrimônio líquido e reflete a eficiência do uso do capital de terceiros para o retorno dos acionistas. Sendo assim, ficamos com a seguinte equação:

$$\text{ROE} = \text{ROI} \times \text{FLM}, \text{ ou melhor:}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Depois do Imposto de Renda}}{\text{Ativos Totais}} \times \frac{\text{Ativos Totais}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Assim como no caso do ROI, o ROE também pode ser desmembrado em dois fatores ROI e FLM. O que permite uma análise mais concisa do índice em várias dimensões, e não em apenas uma única. O ROE tomado desta forma demonstra indiretamente a importância que a captação de recursos tem para a empresa. Na medida em que a empresa recorre a estes tipos de financiamento, o FLM torna-se mais importante. Se o grau de alavancagem for positivo, ou seja, a empresa consegue retornos maiores que os que devem ser pagos pelo uso dos recursos de terceiros, o efeito na sua lucratividade é imediato, além da valorização de seus papéis, que são mais cotados e comprados. Isto gera recursos que poderão ser investidos na empresa para aumentar sua competitividade. Durante a pesquisa, o ROE foi a medida de rentabilidade adotada na análise das amostras.

4.5- CROI

O Cash Return on Investment (CROI) é um modelo aplicado pela Du Pont e substituição ao ROI. Seu cálculo é feito a partir do quociente entre o ingresso líquido de caixa gerado pela unidade de negócio antes das despesas financeiras e o investimento operacional médio, que é constituído por planta, propriedade e equipamentos antes da subtração da depreciação acumulada. O CROI pode ser representado pela seguinte expressão:

$$\text{CROI} = \frac{\text{Ingresso de Caixa}}{\text{Investimento Operacional Médio}}$$

5- O PLANO REAL

Introduzido em primeiro de Julho de 1994, o plano fez parte do terceiro estágio do programa de estabilização de preços que começou a ser desenhado logo que o presidente Itamar Franco tomou posse. O primeiro estágio do programa, que durou de três meses, consistiu na criação de um Fundo de Emergência por dois anos, e que tinha como principal objetivo garantir o controle dos gastos orçamentários, reduzindo principalmente as transferências aos estados. O valor estimado deste fundo foi de US\$ 15 bilhões, dos quais 20% provieram do total de impostos arrecadados pelo governo federal, incluindo as contribuições de estados e municípios, mais uma parte da taxa direta obtida através das instituições financeiras e taxas indiretas obtidas sobre as transações financeiras¹⁵.

O segundo estágio, que também durou três meses, consistiu na criação de uma nova medida de valor, a URV, que significava Unidade de Referência de Valor, e seu valor correspondia a média de três dos principais índices de preços calculados por diferentes instituições. Sendo que dois eram índices de preço, o IPC-R (IBGE) e o IPC (Fipe), e o terceiro era um índice geral de preços, o IGP-M (FGV), interpolado diariamente. Salários, contratos públicos e tarifas de câmbio foram convertidos para a nova unidade. As tarifas públicas foram convertidas gradualmente com um aumento real de 6%. Os salários foram convertidos de acordo com a média dos últimos quatro meses. Dívidas e contratos não oficiais foram convertidos através de acordo entre partes. Os contratos financeiros foram convertidos para a URV vagarosamente. Primeiramente, foram convertidos os contratos futuros e letras de câmbio, depois, foram convertidos os depósitos de longo prazo com taxas de juros fixa.

Esta etapa consistiu também num realinhamento dos preços, que foram convertidos para URV pelas forças de mercado e por negociações entre produtores e trabalhadores acessorados pelo governo. Para evitar uma explosão de preços houve uma redução das tarifas de importação, que para alguns produtos ficaram em taxas como 2% ou até mesmo 0%. A conversão dos preços para a URV foi a parte mais inovadora do plano e obteve muito sucesso. A aceleração dos preços alcançou uma taxa de inflação de 6% em URV. Finalmente, os salários foram fixados em URV, que se tornou uma unidade de referência. Como os preços não foram fixados em URV eles podiam ser ajustados instantaneamente, o mesmo não poderia ocorrer com os salários, que foram fixados e só poderiam receber reajustes mensais¹⁶.

A terceira e penúltima etapa do programa consistiu no lançamento da nova moeda, o Real. Nela todos os preços e contratos foram convertidos na razão de 2750 cruzeiros para cada um Real, que valia um dólar ou uma URV. Esta etapa teve início em primeiro de Julho de 1994 e foi marcada pelo estabelecimento da chamada banda cambial pelo Banco Central, que passou a intervir no mercado de câmbio. No início, a banda variava entre 0.85 e 1 real. Foi estabelecido na época que a emissão de moeda estaria diretamente ligada as mudanças nas reservas, o que transformou o dólar numa âncora para nossa política monetária¹⁷. O quarto e último estágio consistiu na desindexação da economia, que afetou todos os setores inclusive o financeiro¹⁸. Um dos impactos deste estágio para a pesquisa, foi a aprovação, em Dezembro de 1995, de uma nova lei que elimina a correção monetária obrigatória dos balanços. O efeito desta lei nesta análise é bastante sério. Isto porque, na hora de se aferir o mais importante indicador de excelência empresarial, ou seja, o lucro nos balanços, pode-se encontrar retratos cada vez mais retocados da empresa.

No curto prazo, várias serão as empresas beneficiadas pela nova lei. Pois aquelas que incorreram em lucros menores ou prejuízos devido aos efeitos da nova legislação não pagarão impostos ou o farão pagando bem menos. Do outro lado, existirão empresas que deverão pagar dividendos para os acionistas devido a lucros fictícios. As beneficiadas são aquelas empresas onde o imobilizado é grande, já as prejudicadas são aquelas com alto grau de liquidez. Sem correção monetária, quanto maior a liquidez maior o lucro, ou menor o prejuízo. Já quanto maior o imobilizado menor o lucro, ou maior o prejuízo.

Existe um consenso de que os índices de inflação do Brasil ainda são um pouco alto para esta iniciativa. Os padrões internacionais de organismos de contabilidade indicam necessidade de indexação em economias com taxas superiores a 100% nos últimos três anos¹⁹. Segundo o superintendente da CVM, Antônio Carlos de Santana, "O Brasil ainda está nesta situação".

Há ainda, indexação em alguns passivos, como é o caso dos financiamentos do Finame, onde a TJLP funciona como indexador. Para contornar este problema, a CVM passou a recomendar que as empresas publicassem 2 tipos de informação: um corrigido monetariamente, outro de acordo com a nova lei. No entanto, são poucas as empresas que têm seguido esta recomendação²⁰.

Outro problema da nova lei, é trazer formas de compensação para eventuais distorções. Ela permite que as empresas possam pagar aos acionistas juros sobre o capital investido e deduzir esse valor como despesa de imposto de renda. O que atenua a perda com o pagamento a mais de impostos²¹. O primeiro efeito da nova lei está ligado a qualidade de informação e comparação desses novos relatórios contábeis que estão surgindo. A adoção, pela maioria das empresas, da sistemática da Legislação Societária em contraposição à da Correção Monetária Integral na publicação dos resultados de 1996, sem que houvesse reclassificação dos valores de 1995 pela mesma referência, prejudicou a comparação destes dois anos. E só não atingiu as empresas que continuam publicando seus resultados pela Correção Monetária Integral. Em alguns casos, a mudança de critérios levou a enormes diferenças, conforme se observa no quadro abaixo²².

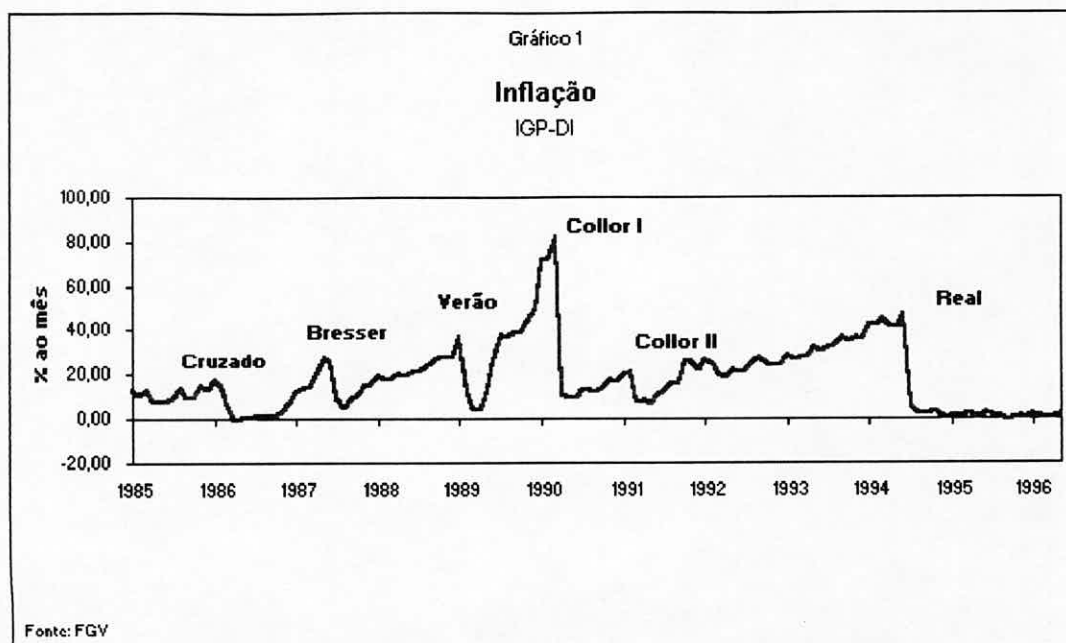
Resultados das empresas com e sem correção monetária
(em R\$ milhões e relativos ao primeiro semestre de 1996)

	sem correção	com correção	variação (em %)
ABN-Amro	16,0	4,2	-74
Nordeste	28,7	18,1	-37
Banco de Boston	26,3	17,9	-32
JP morgan	4,0	2,3	-42
Alpargatas-Santista	2,8	-2,8	-202
Gradiente	5,5	3,0	-44
Villares	-3,7	11,5	412
Tupy	-8,2	2,1	126
Perdigão	-9,6	1,4	85
Antarctica	26,3	45,1	72
Riocell	-6,0	-1,0	83

5.1- O Real em Números

O Plano Real tem características bem diferentes dos planos que o antecederam. Isto porque eles em sua maioria eram não-heterodoxos, ou seja, eles não contavam com ajustes fiscais e políticas monetárias, mas sim, com controle de preços e salários. Outra característica desses planos era a eficácia apenas no curto prazo e a inflação retornando após um ano ou menos, o que ainda não se comprovou no Plano Real, que desde seu lançamento vem apresentando taxas de inflação num nível bem baixo e que tem declinado a cada ano.

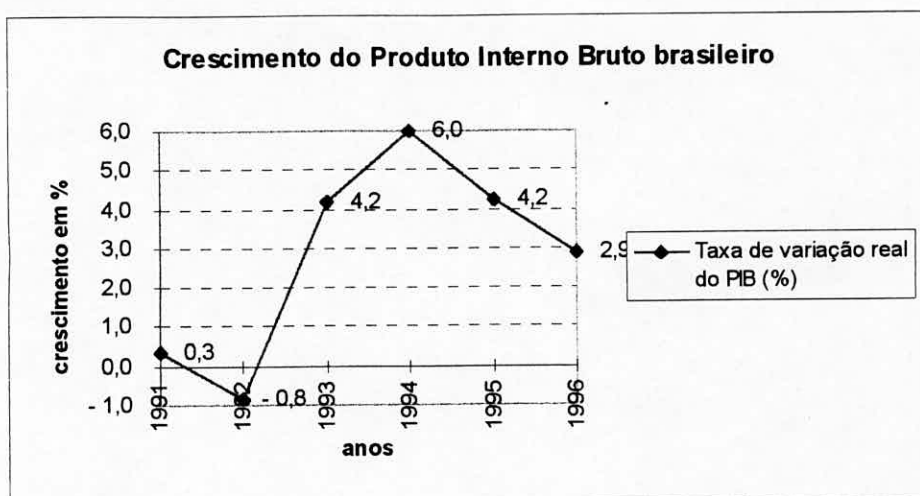
Com o bom desempenho da nova moeda, o Real, introduzida em Julho de 1994 como a terceira fase do plano de estabilização de preços, a economia brasileira teve um bom resultado. A inflação caiu de 46,6% em julho para 0,6% em Dezembro de 1994²³. Bem abaixo do primeiro semestre de 1994, que fechou com uma taxa de inflação anual de 7000%, ou seja, com uma média mensal em torno de 43%. O gráfico abaixo²⁴ dá uma idéia da inflação mensal nos recentes programas de estabilização adotados entre 1985 e 1996. Como pode ser observado o Plano Real apresentou uma verdadeira mudança nos níveis de inflação.



A queda da inflação em 1994 foi resultado dos efeitos da apreciação cambial, onde a âncora nominal foi a taxa de câmbio, que só poderia flutuar em valores abaixo paridade um real para um dólar. De Julho a Dezembro de 1994, a taxa de câmbio apresentou uma apreciação nominal contra o dólar de 16%. Os efeitos da excepcional safra agrícola também ajudaram pois causaram diminuição dos preços dos produtos, o que contribuiu significativamente para a baixa inflação. De acordo com a fundação Getúlio Vargas, a inflação acumulada em 1995 foi de 15,25%, e em 1996, de 9,20%²⁵. Que são as menores taxas que o país experimentou nos últimos 38 anos.

Liderado pelo investimento e pelos gastos em bens de consumo duráveis, a demanda agregada cresceu. A produção de bens de consumo duráveis cresceu 15,5% e a de bens de capital 18,6% em bases anuais. Em contraste a produção de bens de consumo não-duráveis cresceu apenas 1,9%. Em 1994, a indústria atingiu recordes na utilização de sua capacidade na maioria dos setores industriais. A taxa de desemprego média caiu de 5,3%, em 1993, para 5,1% em 1994. Os salários na indústria cresceram 5,5% em termos reais. Com o grande crescimento das importações o superávit da balança comercial caiu de US\$ 13,3 bilhões, em 1993, para US\$ 10,4 bilhões, em 1994. Somados, esses resultados transformaram o Plano Real no programa de estabilização de maior sucesso da história do Brasil. A principal meta deste recente programa de estabilização tem sido alcançar a estabilidade dos preços, que tem melhorado a distribuição de renda e forçado o desenvolvimento econômico.

A taxa de crescimento do PIB em 1994 foi de 6%, ficando bem acima dos 4,2% de 1993 (observe gráfico abaixo)²⁶. Comparado aos padrões médios internacionais este resultado parece razoável, no entanto, continua bem abaixo do real potencial de crescimento do país.



Já nos dois anos seguintes, 1995 e 1996, a taxa de crescimento do PIB voltou a crescer a níveis bem inferiores, representando muito bem os reflexos da nova conjuntura criada pelo Real.

No final de 1994, a economia sobreaquecida emparelhada com a taxa de câmbio sobrevalorizada trouxe ao comércio uma reversão de resultado. O superávit de US\$ 1,4 bilhões em Setembro se transformou num déficit de US\$ 800 milhões em Dezembro, o que representou uma queda de US\$ 2,8 bilhões do superávit de 1994 em relação ao de 1993. O spill over da crise mexicana afetou o fluxo de capitais. Resguardado pelo alto nível de suas reservas o governo resistiu a necessidade de desvalorizar a taxa de câmbio.

Com a estabilização econômica e com o novo potencial de consumo criado no mercado interno pelo Plano Real, o Brasil tem atraído expressivos montantes de capital estrangeiro, compensando assim, o aumento dos déficits das balanças comerciais e das contas correntes. Além disso, o país tem alcançado altos patamares em suas reservas cambiais, que em Dezembro de 1996 correspondiam a US\$60,11 bilhões²⁷. A natureza dos capitais estrangeiros que entram no país é composta principalmente por capitais de carteira do que por investimentos diretos. Isto torna muito volátil os fluxos de capital. O fluxo líquido de investimento direto é muito mais estável e tem aumentado. Em 1996, por exemplo, o país recebeu uma cifra recorde de US\$ 9,5 bilhões de investimentos diretos estrangeiros, representando um aumento de 174% em relação a 95, quando entraram no país US\$ 3,285 bilhões²⁸. Este resultado foi publicado pela Sobeet (Sociedade Brasileira de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica), com base na concretização de investimentos previamente anunciados, privatizações ocorridas no final do ano e no acompanhamento dos dados do Banco Central.

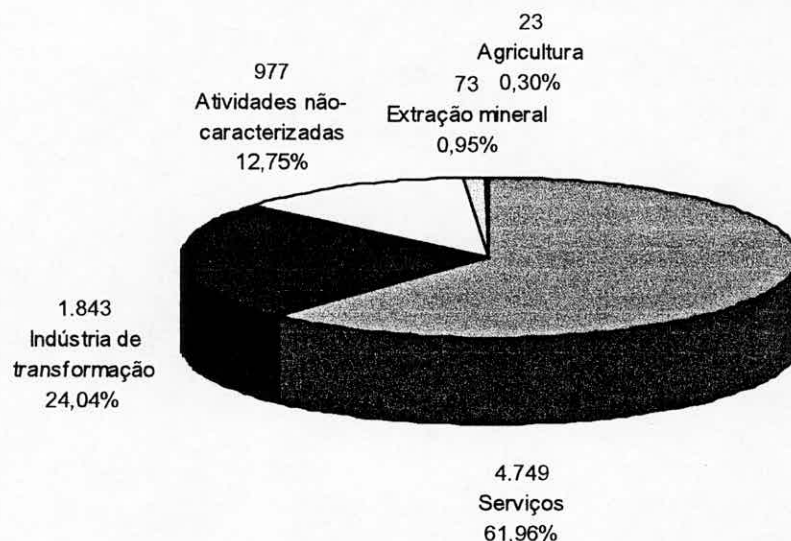
Esta quantia US\$ 9,5 bilhões equivaleu a 1,20%²⁹ do PIB e superou o montante total dos cinco anos precedentes. Para se ter uma idéia de 1991 a 1995, os investimentos estrangeiros em moeda absorvidos pelo país, sem reinvestimentos de lucros, alcançaram US\$ 8,722 bilhões.

Só as privatizações trouxeram em 1996 cerca de US\$ 2,4 bilhões³⁰. O que explica, em grande parte, o surpreendente desempenho do ano de 1996. Em Novembro e Dezembro do ano de 1996, com a privatização da Cerj (Companhia Energética do Rio de Janeiro) e da CRT (Companhia Riograndense de Telecomunicações) entraram montantes expressivos de capital. A Cerj foi adquirida pela Chilectra, do Chile, por cerca de US\$ 550 milhões, e a CRT pela Telefonica de Espanha, da Espanha, pelo valor aproximado de US\$ 300 milhões.

Com este resultado, o Brasil elevou sua participação no total dos fluxos para os países em desenvolvimento de 4,9% em 95 para 8,0% em 96³¹. Já em relação aos fluxos mundiais de investimento direto, o Brasil recebeu 2,7% do total, que segundo a OMC (Organização Mundial do Comércio), foi de US\$ 345 bilhões em 1996.

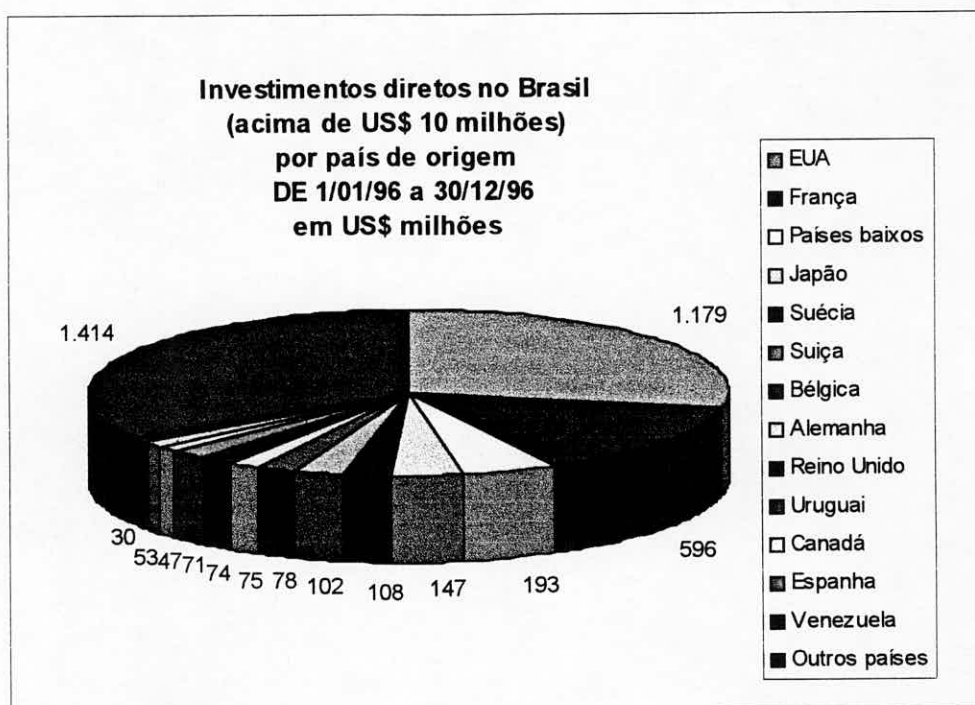
Em 1996, segundo a Sobeet, o setor de serviços foi responsável por 62% dos investimentos diretos estrangeiros. Isto quando se considera os investimentos superiores a US\$ 10 milhões, que correspondem a 80% do total, ou seja, 7,665 bilhões³². Em seguida, vieram a indústria de transformação com US\$ 1,843 bilhões, atividades não-caracterizadas US\$ 977 milhões, extração mineral US\$ 73 milhões e agricultura (observe gráfico abaixo)³³.

Composição dos investimentos estrangeiros diretos acima de US\$ 10 milhões por setor em 1996 (em US\$ milhões)

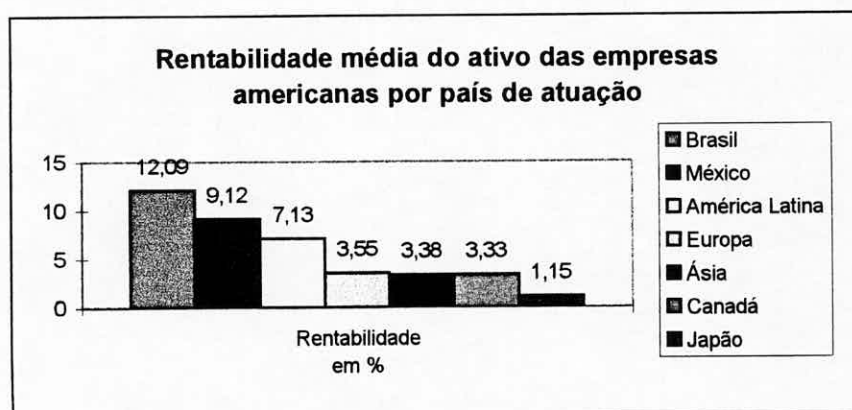


A liderança do setor de serviços na captação, segundo a economista Maria Helena Zockum, presidente em exercício de Sobeet, é reflexo do processo de privatização de empresas de infra-estrutura³⁴. Com a privatização das empresas do Sistema Telebrás e Eletrobrás, a liderança deste setor tende a ser mantida, isto porque as cifras em torno dos processos são bastante grandes.

Quanto a distribuição por país de origem dos investimentos diretos no Brasil, o ano de 1996 trouxe surpresas e uma confirmação (observe quadro abaixo)³⁵. As surpresas ficaram por conta da Espanha, terceira colocada na lista, e de Portugal, sexto colocado, que terminaram o ano à frente de investidores tradicionais. Ambas as posições melhoraram devido a participação de empresas destes países no processo de privatização da Cerj e CRT. No caso específico de Portugal, somente a EDP (Eletricidade de Portugal) investiu cerca de US\$ 200 milhões na Cerj.



A confirmação ficou por conta dos Estados Unidos, primeiro lugar na lista, que manteve sua posição histórica de maior investidor estrangeiro do país, com 1,97 bilhão em 1996, o que representa 26% do total³⁶. Coincidência ou não, o Brasil foi, no ano de 1996, o país mais rentável para as multinacionais americanas, que obtiveram aqui um retorno médio sobre os ativos de 12,1% . Este resultado superou as operações das empresas americanas em todos os outros países considerados pela pesquisa da JP Morgan (observe gráfico abaixo)³⁷.



Para 1997, as expectativas são de investimentos ainda maiores do que os realizados em 96. Segundo a Sobeet, as cifras envolvendo investimentos estrangeiros diretos no Brasil girarão em torno de US\$ 13 a US\$ 14 bilhões³⁸. Somente as empresas japonesas planejam investir de US\$ 1,2 a 1,5 bilhões em novos projetos no Brasil, segundo estimativas do presidente da câmara de comércio e indústria japonesa do Brasil, Yoshiyuki Suga³⁹. Esta quantia poderá chegar a US\$ 2 bilhões, se forem considerados também os reinvestimentos. Isto representaria um crescimento bastante acentuado nos investimentos japoneses no Brasil, que em 1996, segundo o Banco Central, somaram US\$ 192 milhões, o que garantiu ao Japão a sétima posição no ranking dos maiores investidores no país.

Para Henrique de Campos Meirelles, presidente do Bank Boston, décimo terceiro maior banco americano e matriz do Banco de Boston brasileiro, o Brasil receberá em 1997 cerca de US\$ 11 bilhões em investimentos estrangeiros diretos. O que representaria, segundo ele uma cifra recorde⁴⁰. Já o Institute of International Finance (IFF), que reúne um grupo de instituições financeiras prevê que o Brasil receberá cerca de US\$ 12,8 bilhões em investimentos diretos estrangeiros líquidos, mantendo assim, uma tendência de aumento. Segundo o mesmo instituto, o fluxo líquido para países emergentes será de US\$ 250 bilhões, semelhante ao volume de 96 e composto principalmente por investimentos diretos⁴¹.

Esta entrada de capital e a substancial acumulação de reservas tem dado mais liberdade a política monetária e tem reduzindo o ataque de riscos especulativos, tornando-se muito importante para a sustentabilidade do Plano Real. Sem as reformas e os ajustes, é o fluxo de capitais que têm equilibrado nossas contas externas. Sua ausência ou diminuição na atual conjuntura poderia seriamente comprometer todo o programa de estabilização, ou seja, o Plano Real.

Um setor em especial que tem chamado a atenção pelo volume de investimentos e pela atração de investimentos estrangeiros diretos é o automobilístico. São frequentes os anúncios por parte de empresas do setor em investimentos na ampliação e em novas plantas industriais. Até o ano 2000 estão planejados investimentos no montante de US\$ 15 bilhões por parte das montadoras, além de outros US\$ 10 bilhões, nas autopeças⁴². Um fato que deve ser ressaltado é de que parte dos anúncios se referem a empresas que até então não possuíam plantas industriais no país. Com a concretização destes investimentos o Brasil se tornará um ponto de referência para a indústria automobilística mundial, pois reunirá fábricas de quase todas as montadoras existentes no mundo.

5.2- Reflexos da Nova Conjuntura

Desde o início do Plano Real o governo tem implementado um sistema de medidas monetárias restritivas centradas principalmente na política de altas taxas de juros e altas taxas de depósitos compulsórios impostos aos bancos. Segundo o próprio governo, estas medidas foram criadas para estimular o crescimento da poupança e restringir o crédito ao consumo. No entanto, o efeito direto delas têm sido a redução acentuada do crescimento interno, que pode ser observado analisando-se o comportamento do PIB após o Real.

Com a política das taxas de juros há também a política da taxa de juros, juntas elas se transformaram na principal limitação do Plano Real. A taxa de câmbio "sobrevalorizada" explica o declínio da competitividade do setor exportador e o mal desempenho da balança de pagamentos. As pressões para a depreciação da moeda têm sido muito fortes. Já em Outubro de 1994, o Banco Central começou a intervir no mercado para evitar grandes oscilações na taxa de câmbio. O Banco Central interveio no mercado comprando e vendendo dólar para manter a taxa dentro da banda cambial. O governo tem resistido bastante contra a maxi-desvalorização do Real. As bandas cambiais têm sido controladas através de revisões periódicas para evitar um desalinhamento da taxa de câmbio. A incerteza criada pela mudança na política cambial induziu os agentes econômicos a aumentar o *capital flight*. Ao mesmo tempo que atua no mercado de câmbio, o governo tem voltado atrás nas medidas de abertura comercial, reintroduzindo subsídios as exportações e aumentando as tarifas médias de importações de bens de consumo duráveis e automóveis, variando-as de 20% a 70%. Para reverter o déficit em conta corrente, por exemplo, o governo federal tem tentado melhorar os desempenhos do setor exportador, criando instrumentos como a isenção fiscal. Isto tem criado ainda mais incerteza entre os agentes econômicos, pois as importações tinham crescido 100% nos primeiros três meses de 1995 e têm mantido um crescimento acelerado apesar das medidas restritivas.

A alta taxa de juros tem inibido os investimentos internos e o nível de atividade econômica. Além destas limitações, existe um obstáculo ainda a ser atravessado, que é o do ajuste fiscal. O excepcional resultado das contas públicas em 1994 foi seguido por substanciais déficits em 1995 e 1996. Contando com empréstimos voláteis estrangeiros, que são de curto prazo e de natureza especulativa, o Plano Real pode sofrer a longo prazo com a carência de credibilidade, e portanto, de sustentabilidade.

As exportações após o Real mantiveram comportamento ascendente, no entanto, isto não assegurou superávits na conta-corrente, pois as importações tiveram um crescimento bem mais acentuado no mesmo período. Isto aconteceu devido a rigidez da política cambial ancorada na chamada banda cambial. Por enquanto, a preocupação em relação aos déficits em conta corrente não é tão grande, talvez pelo fato das reservas brasileiras equivalerem a um ano de importações mensais. O padrão internacional recomendado é um nível de três a cinco meses⁴³. Vale lembrar que este nível alto de reservas foi conseguido graças ao aumento da entrada de capitais financeiros e produtivos, que atingiram recordes históricos.

Um dos graves problemas por que tem passado as empresas instaladas no Brasil é a falta de programas de financiamento a longo prazo com taxas de juros competitivas. Esta carência tem desestimulado o crescimento do setor industrial. Isto porque os atuais financiamentos são bastante onerosos. Esta falta de investimento privado nacional tem sido compensada pela crescente entrada de investimentos estrangeiros no país. Para resolver esse problema o BNDES tem importante papel a desempenhar, talvez até mais importante do que aquele que o mesmo banco tem realizado no PNDE.

Uma saída tomada por algumas empresas para contornar esta falta de financiamentos de longo prazo têm sido a captação de recursos de longo prazo no mercado externo. Este tipo de captação praticamente inexistia no mercado interno. No ano de 1996, por exemplo, o mercado preferiu captações a partir da emissão de títulos de dívida, como as debêntures, ao invés dos títulos de capital, como as ações. Segundo dados do SND (Sistema Nacional de Debêntures) da Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima), o montante total captado pela emissão de debêntures, em 1996, foi de R\$ 7,615 bilhões⁴⁴. As debêntures são operações em que o investidor não ganha de acordo com a valorização dos papéis, mas sim, juros pré-definidos. No mesmo período, o volume de recursos captados pelas ações atingiu apenas R\$ 438 milhões, ficando 55% abaixo do nível do ano anterior⁴⁵. A causa disto poderia ser atribuída aos juros, ainda altos, que fazem com que as empresas não consigam preços atrativos para seus papéis. Sendo assim, os investidores têm preferido aplicações em títulos de renda fixa.

Para 1997, a tendência é de crescimento das captações em debêntures. Só no primeiro trimestre deste ano, foram registradas emissões de papéis na ordem de R\$ 4,761 bilhões. O que corresponde a um crescimento de 245,7% em relação ao primeiro trimestre de 1996, quando foram captados R\$ 1,377 bilhões, segundo dados da SND⁴⁶. Apesar de ter sido influenciado pela CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira), que incide em 0,2% dos rendimentos, este crescimento mostra uma tendência em se usar, cada vez mais, opções de financiamento como as debêntures.

Com o Plano Real houve uma explosão na demanda por financiamentos e empréstimos pessoais, o que tornou a emissão de debêntures particularmente apropriadas para empresas que atuam nestes setores. Isto porque o prazo de maturação dos títulos coincide com o prazo de financiamento aos clientes. A utilização deste tipo de captação de recursos mostra-se bastante eficiente para aumentar o grau de alavancagem financeira das empresas. Um exemplo atual de sucesso na utilização dos recursos captados é a Arapuã, que em 1996 obteve uma rentabilidade de 41,7% sobre o patrimônio. Isto que lhe garantiu a liderança como empresa mais rentável entre 114 empresas de capital aberto analisadas pela Austin Asis⁴⁷.

Segundo o IIF (Institute of International Finance), em 1997, o crescimento do mercado de bônus provenientes dos países latino-americanos continuará crescendo. Para se ter uma idéia, nos três primeiros meses de 1997, as emissões mundiais atingiram US\$ 19,2 bilhões, sendo que, US\$ 11,6 bilhões eram provenientes de países latino-americanos. O instituto também prevê que as emissões brasileiras de bônus deverão permanecer estáveis. Um fato bastante importante, é que o prazo médio de maturação dos papéis passou de 5,8 anos em 1995 para 8,3 em 1996. O que demonstra segundo o próprio instituto a vivacidade das finanças nos países emergentes⁴⁸.

Outra forma que as empresas brasileiras têm se utilizado bastante para captar recursos no exterior são as ADRs (American Depositary Receipts), que são uma espécie de recibos que permitem ao investidor norte-americano aplicar em papéis estrangeiros nos mercados de bolsa e de balcão. Em 1996, o Brasil já era o terceiro maior país em venda de ações nos Estados Unidos, juntamente com México e África do Sul⁴⁹. No mesmo ano, segundo o Citibank, 14 novas empresas brasileiras venderam ações por meio dos ADRs.

No total existiam em 1996 quarenta e três empresas brasileiras com ações negociadas nos Estados Unidos, disputando um mercado de cerca de US\$ 700 trilhões⁵⁰. Para 1997, segundo o diretor do Citibank, Mike Martinez, mais 15 novas empresas deveriam lançar ADRs e engordar a lista.(veja lista abaixo)⁵¹.

Empresas brasileiras com ações negociadas nos Estados Unidos por meio de ADRs

EMPRESA	TIPO DE AÇÃO	MERCADO	EMPRESA	TIPO DE AÇÃO	MERCADO
Acesita	ON e PN	Balcão (Nasdaq)	Eucatex	PN	Balcão (Nasdaq)
Agrocere	PN	Balcão (Nasdaq)	lochpe-Maxion	PN	Balcão (Nasdaq)
Alpargatas	ON e PN	Balcão (Nasdaq)	Klabin	PN	Balcão (Nasdaq)
Aracruz	PNB	Bolsa de Nova York	Lojas Americanas	PN	Balcão (Nasdaq)
Bahiasul	PNA	Balcão (Nasdaq)	Arapuã	ON	Balcão (Nasdaq)
Belgo-Mineira	PN	Balcão (Nasdaq)	Makro	ON	Balcão (Nasdaq)
Bombril	PN	Balcão (Nasdaq)	Marcopolo	ON	Balcão (Nasdaq)
Bom Preço	PN	Balcão (Nasdaq)	Multicanal	PN	Nasdaq
Brahma	ON e PN	Balcão (Nasdaq)	Oxiteno	PN	Balcão (Nasdaq)
Brazil Realty	PN	Balcão (Nasdaq)	Perdigão	PN	Balcão (Nasdaq)
CDB (Pão de Açúcar)	PN	Balcão (Nasdaq)	BR Distr.	PN	Balcão (Nasdaq)
Celesc	ON E PNB	Balcão (Nasdaq)	Petrobrás	PN	Balcão (Nasdaq)
Cemig	ON e PN	Colocação Privada	Refrifar	PN	Balcão (Nasdaq)
Cesp	PN	Colocação Privada	Rhodhia-Ster	ON	Colocação Privada
Ceval	PN	Balcão (Nasdaq)	Sid. Tubarão	PNB	Colocação Privada
Cofap	PN	Balcão (Nasdaq)	Suzano	PN	Balcão (Nasdaq)
Copel	PN E PNB	Balcão (Nasdaq)	Teka	PN	Balcão (Nasdaq)
Copene	PNA	Balcão (Nasdaq)	Telebrás	PN	Bolsa de Nova York
CSN	ON	Balcão (Nasdaq)	Usiminas	PN	Colocação Privada
CTM-Citrus	PN	Balcão (Nasdaq)	Vale do Rio doce	PN	Balcão (Nasdaq)
Eletrobrás	ON E PNB	Balcão (Nasdaq)	Votorantim Cel.	PN	Balcão (Nasdaq)

Só a Nasdaq, que é uma gigantesca bolsa eletrônica com uma movimentação em 1996 de US\$ 3,3 trilhões, espera listar em 1997 seis novas empresas brasileiras.

Para se ter idéia do nível de relacionamento destas empresas com o mercado externo de capitais tomemos como exemplo a Telebrás. A empresa possui dois terços de seus negócios realizados em Nova York e, no mês de Dezembro de 1996, foi a segunda empresa estrangeira mais negociada⁵².

Devido a legislação americana, a maioria das empresas brasileiras, que tem ações negociadas por meio de ADRs, preferem ser negociadas no mercado de balcão. Somente três delas são negociadas em bolsa, Telebrás, Aracruz Celulose e Multicanal, e seus ADRs, ao contrário das demais, tem que passar pelo crivo da SEC (Securities Exchange Commission), que é a comissão de valores mobiliários americana⁵³.

Um dos caminhos alternativos aos ADRs têm sido lançar ações através de filiais norte-americanas na Nasdaq. Para efeitos legais, as companhias listadas são norte-americanas e assim, não precisam converter a contabilidade da matriz para os princípios contábeis geralmente aceitos naquele país. No entanto, o risco é Brasil. Ensec, Tv Filme, Vitech America e Bob's utilizaram este caminho.

O sucesso da Nasdaq fez com que a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) criasse o Mercado Brasileiro de Balcão (MBB), que além de incentivar as empresas abertas não listadas a entrarem no pregão, será uma opção mais barata e de maior visibilidade, já que as empresas listadas são normalmente apagadas pelas "blue Chips". Hoje, o custo anual de registro fica na faixa de até R\$ 50 mil para 90% das empresas na Bovespa. Com o MBB este custo cairá para R\$ 2,5 mil, para empresas com faturamento menor de R\$ 100 milhões, e R\$ 5 mil, para empresas maiores⁵⁴.

Para captar recursos mais baratos nas bolsas ou por meio dos títulos de dívida as empresas precisam abrir o capital, ou seja, se transformarem em sociedades anônimas de capital aberto. Após o Plano Real, a abertura de capital por parte das empresas brasileiras teve um crescimento de quase 10%⁵⁵. A busca de recursos a preço competitivo tem forçado cada vez mais as empresas a recorrerem a emissões de títulos de capital, como as ações, ou títulos de dívida, como as debêntures. Uma empresa fechada tem a opção de contrair uma dívida bancária para custear seus investimentos, ficando assim, sujeita a flutuações que venham ocorrer nas taxas de juros, ou usar seu capital próprio, pagando dividendos que serão calculados de acordo com o seu desempenho.

Em 1996, segundo dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram concedidos 71 registros para a abertura de capital e cancelados somente 20⁵⁶. De acordo com a CVM, em janeiro de 1997, havia no Brasil 929 empresas de capital aberto⁵⁷. Isto incluindo os fundos de investimento mobiliário, regulamentados nesta década. No entanto, apenas 550 das 929 empresas registradas na CVM atuam nas bolsas⁵⁸. Isto se deve ao fato de que o ingresso no mercado de capitais é uma operação que envolve uma série de custos. Isto porque as empresas ficam sujeitas a maiores exigências legais, como publicação de balanços, e também gastam com distribuição de novos títulos. Segundo a Abrasca (Associação Brasileira das Companhias Abertas), o gasto mínimo hipotético para uma companhia manter-se aberta é de R\$ 50 mil anuais⁵⁹. Isto para uma empresa pequena que publicasse balanço simplificado num jornal de baixa circulação. O máximo seria de R\$ 2,5 bilhões ao ano. O médio razoável, seria de R\$ 350 mil.

Barato ou caro, a verdade é que as empresas devem calcular as despesas e os benefícios de sua condição de aberta. As vezes, os gastos com auditoria, envio de informações as bolsas e aos acionistas e a publicação de balanços podem estar acima do custo de se fazer grandes apresentações aos investidores toda a vez em que se capta recursos. Esta diferença é que determinará a viabilidade ou não das empresas em se manterem abertas ou abrirem o capital.

Não bastasse a falta de recursos de longo prazo a juros competitivos as empresas brasileiras ainda têm que conviver com o chamado "custo Brasil". Para reduzir este custo, que está diretamente ligado à nossa infra-estrutura e que tem diminuído o grau de competitividade das empresas brasileiras e por conseguinte de nossas exportações, o governo tem buscado o regime de concessão dos serviços públicos à iniciativa privada. Este processo que envolve investimentos expressivos de capital tomou corpo em 1996 com a concessão das rodovias Dutra e Rio-Juiz de fora, que passaram a ser administradas por consórcios privados⁶⁰. Para solucionar ou amenizar todos os problemas ligados a falta de infra-estrutura no Brasil este tipo de "parceria" torna-se a única saída no curto prazo. A ineficiência do governo em prover serviços públicos de qualidade tornou a iniciativa privada, uma importante fonte para resolver estes problemas. Com este processo de concessões não só o governo sai lucrando, mas também, os usuários dos serviços concessionários e toda a economia que torna-se mais competitiva.

Com todas as mudanças no ambiente promovidas pelo fenômeno da globalização e com as políticas adotadas pelo governo após o Real, as empresas e os bancos brasileiros passaram a coexistir num ambiente bastante turbulento e competitivo. Os reflexos destas mudanças não tardaram a aparecer em seus relatórios contábeis, que demonstraram a eficiência de alguns em se adaptar ao novo ambiente e a ineficácia e o despreparo de outros.

6- A ANÁLISE DA RENTABILIDADE

A análise da rentabilidade foi feita em duas amostras. A primeira foi formada a partir das sociedades anônimas de capital aberto contidas no universo das 550 maiores empresas do CD-ROM da revista Exame. A série histórica analisada no CD foi de 5 anos, ou seja, de 1991 a 1995. As análises relativas ao exercício de 1996 basearam-se na revista Carta Capital de 30 de Abril de 1997 e na revista Conjuntura Econômica de Maio de 1997.

A segunda amostra foi formada pelos cinquenta maiores bancos brasileiros, excluindo-se o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, que devido aos resultados negativos poderiam distorcer a amostra. Os dados relativos aos bancos foram obtidos a partir do banco de dados da consultoria bancária Austin Asis e série histórica foi de cinco anos, ou seja, de 1992 a 1996. Em ambos os casos utilizou-se o critério da correção monetária integral dos balanços.

Vale ressaltar que o pesquisador não tabulou os balanços e sim obteve dados relativos as empresas. Os dados e os índices obtidos são de inteira responsabilidade das publicações e provedores dos bancos de dados.

A medida de rentabilidade adotada durante o projeto foi o retorno do patrimônio líquido designado em inglês pela sigla ROE. Em nosso entendimento o índice reúne uma série de características que o tornam a melhor medida de lucratividade contábil das companhias analisadas. O cálculo do índice e os conceitos acerca dele foram demonstrados no capítulo que trata das medidas de rentabilidade das empresas. Na edição Maiores e Melhores da Revista Exame a rentabilidade do patrimônio é o critério de maior peso para a determinação das empresas campeãs em cada setor. Segundo a revista, o índice mede a eficiência da empresa, o controle dos custos e o aproveitamento das oportunidades que surgem no mundo dos negócios⁶¹.

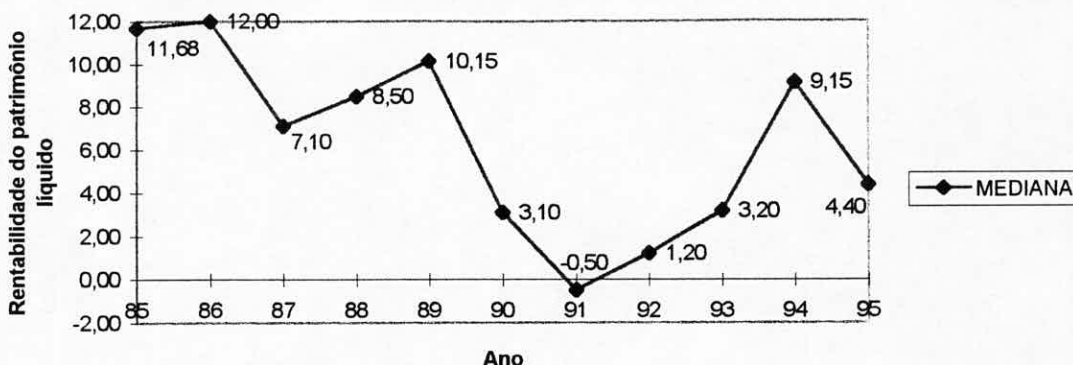
A amostra empresas foi subdividida em 22 setores que receberam a mesma notação dada as empresas na edição das Maiores e Melhores da revista Exame. Devido a nova legislação que acaba com a obrigatoriedade da correção monetária nos balanços, perdeu-se parte do poder comparativo entre os resultados de 1996 e os dos nos seguintes. Sendo assim, as análises referentes a esse ano basearam-se apenas em empresas que apresentaram seus balanços conforme recomenda a CVM, ou seja, adotando os dois critérios, o da Legislação Societária e o da Correção Monetária Integral.

Como medida estatística de comparação entre os anos, utilizou-se a mediana. Isto ocorreu devido a presença de *Outliers*, que são observações que distorceriam os resultados da amostra. Como ficaria difícil excluir todos os *Outliers*, preferiu-se adotar a mediana e não a média. Outro fato para que isto ocorresse foi o tamanho dos desvios-padrões das amostras, que eram bastante altos.

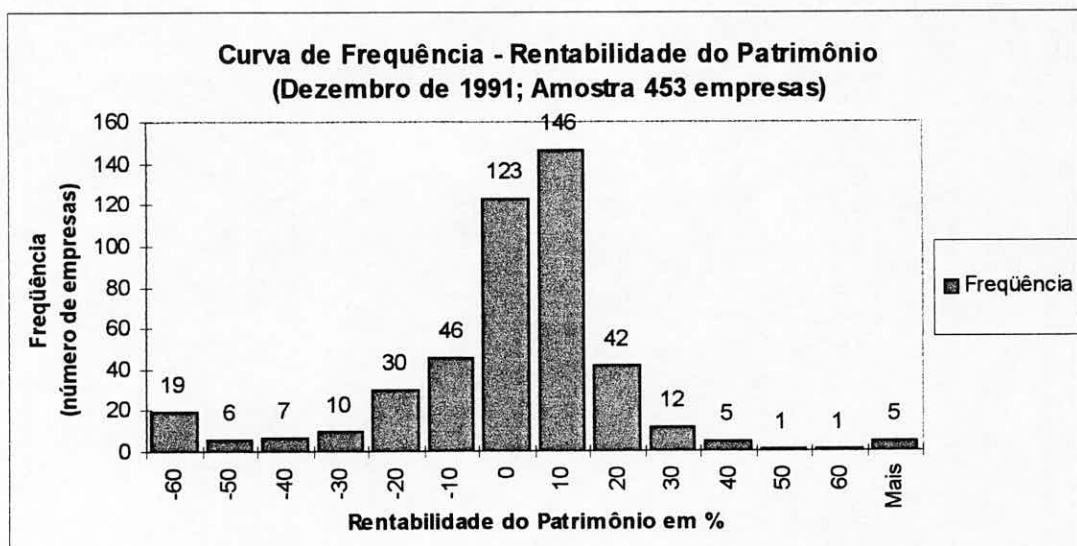
6.1- A Evolução do Índice para a Amostra Empresas

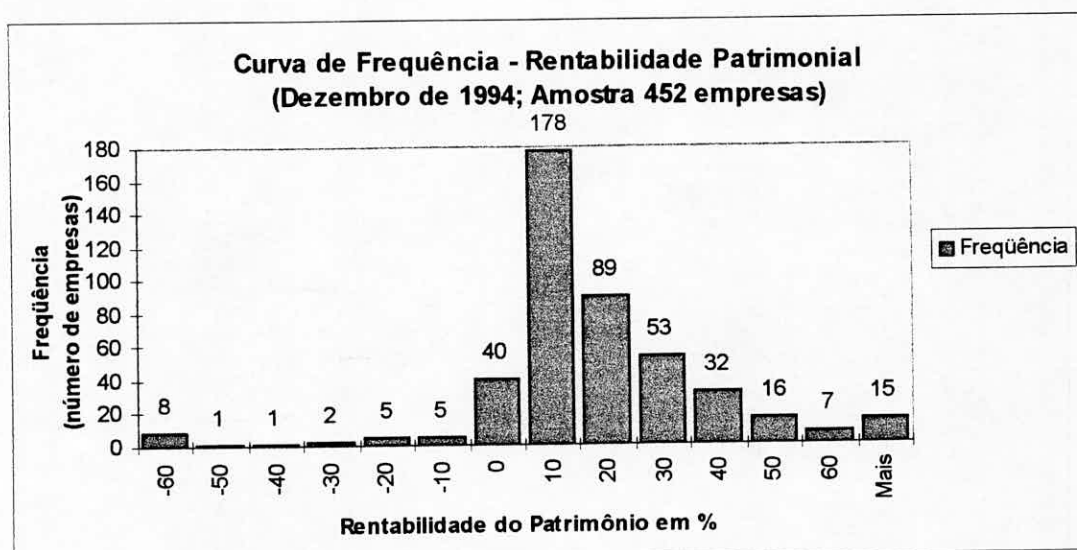
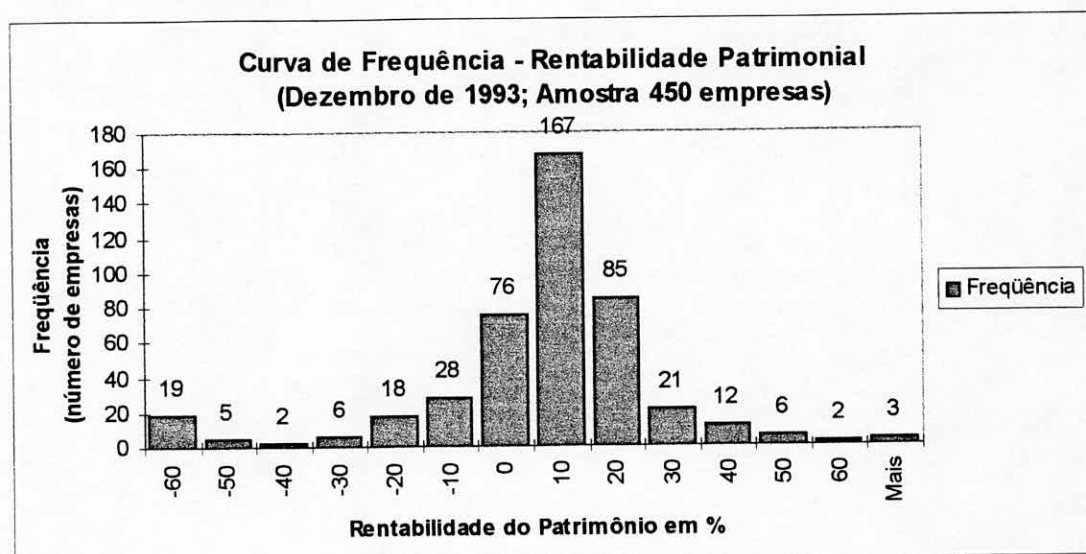
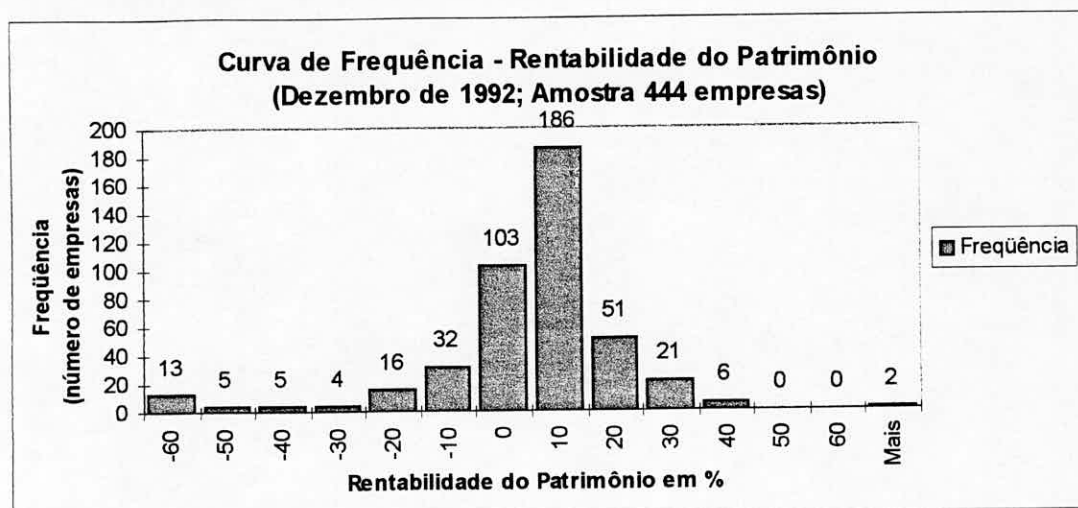
Em 1994, ano em que o Real foi lançado, a rentabilidade mediana das empresas apresentou uma forte recuperação a níveis históricos. Já em 1995 e 1996, devido as políticas adotadas pelo governo, o desempenho do conjunto voltou a cair (observe gráfico abaixo).

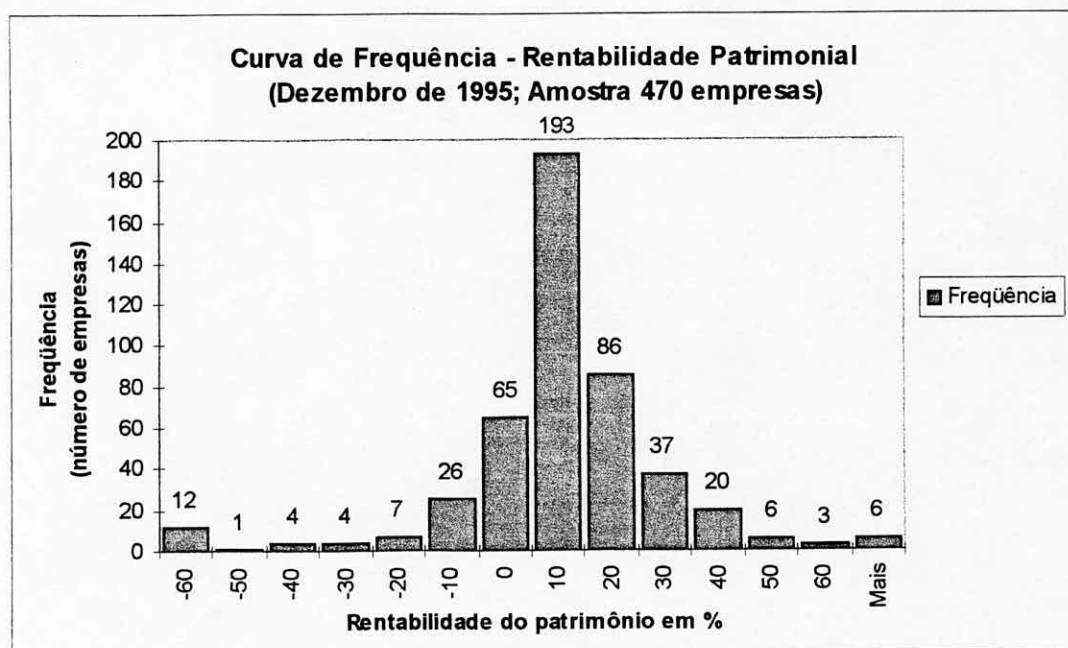
Evolução da rentabilidade mediana do patrimônio líquido das sociedades anônimas de capital aberto contidas na amostra empresas



A distribuição da rentabilidade das empresas também vêm sofrendo alterações. As curvas de frequência têm se modificado bastante de 1991 a 1995. Como pode ser observado abaixo um conjunto bastante grande de empresas têm sempre se movido na mesma direção o que tem determinado o resultado mediano da amostra (observe as curvas de frequência abaixo).







Em 1995 poucas empresas tiveram crescimento relativo no período 94-95. A maioria das que tiveram resultados positivos estavam relacionadas ao mercado de artigos de consumo. Já as que tiveram resultado oposto estavam ligadas aos setores que pela primeira vez tiveram que competir com empresas estrangeiras. Isto graças ao aumento das importações e da maior abertura econômica.

Vale lembrar que o ano de 1995 foi o primeiro transcorrido inteiramente sobre as regras do Plano Real, que foi lançado em Julho de 1994. Esse ano foi marcado por uma desaceleração do crescimento econômico, políticas de contenção da demanda e do crédito, que foram praticadas pelo governo no intuito de evitar uma pressão inflacionária que viesse a comprometer o plano. Este ambiente adverso, marcado pela queda de consumo, e em alguns setores pela competição dura dos produtos importados, logo se traduziu na deterioração do resultado das empresas em relação ao ano anterior, 1994.

Os principais indicadores de desempenho econômico da amostra selecionada, como a receita operacional líquida, apresentaram resultados menores que o do ano anterior na maioria dos setores analisados (observe tabela abaixo)⁶². Isto influenciou bastante no resultado total da amostra, que no ano de 1995 registrou um decréscimo no volume de vendas. As empresas de cada um dos 22 setores analisados na edição de MELHORES E MAIORES da revista Exame venderam, em 1995, cerca de 3,2% menos do que em 1994⁶³.

CRESCIMENTO DAS VENDAS						
SETORES	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1 Alimentos	-15,4	0,2	7,0	12,4	7,1	5,6
2 Automóveis e Peças	-21,7	-10,8	7,2	33,0	3,6	-10,8
3 Bebidas e Fumo	3,2	5,9	4,8	11,9	17,1	29,7
4 Comércio atacadista	-17,9	-3,9	19,1	25,8	19,8	-13,2
5 Comércio varejista	-20,0	-11,3	11,4	28,7	22,8	11,0
6 Computação	-20,0	-13,0	10,9	16,8	20,2	3,7
7 Confeções	-18,7	-17,7	-5,2	21,9	9,4	3,7
8 Construção	-15,7	4,9	-0,2	21,3	-24,2	-33,1
9 Eletroeletrônica	-25,1	-7,8	-1,9	25,9	5,1	-4,6
10 Energia Elétrica	2,8	-2,5	16,4	17,7	-0,5	-3,9
11 Farmacêutica	0,1	-10,0	26,9	20,5	13,8	-2,9
12 Higiene e Limpeza	-21,0	-11,5	14,2	9,7	5,6	15,1
13 Material de construção	-28,8	3,6	22,7	2,1	-3,3	-7,0
14 Mecânica	-24,4	-13,1	7,0	20,9	-2,7	-10,3
15 Mineração	-6,8	9,2	-2,6	-0,6	-2,9	-10,4
16 Papel e celulose	-28,0	-7,0	5,5	3,1	13,7	20,5
17 Plásticos e Borracha	-31,6	-12,2	6,5	10,1	2,2	-3,4
18 Química e petroquímica	-23,7	0,4	13,0	8,5	3,3	-5,4
19 Serviços de transporte	-7,9	-3,4	8,2	9,4	16,6	12,9
20 Siderurgia e Metalurgia						-1,9
21 Telecomunicações					-5,4	15,4
22 Têxteis	-21,7	-7,7	16,9	7,1	5,1	-8,9
Mediana dos setores	-20,0	-7,4	7,7	14,6	5,1	-3,2

O significado desse indicador pode ser resumido na palavra eficiência. Na análise dos desempenhos setoriais, a queda de faturamento é vista como uma consequência da grande transição que se processa na economia brasileira desde a implantação do Plano Real. Ao olhar o resultado de cada um dos ramos pesquisados, percebe-se que 1995 foi um ano desigual, ou seja, bom para alguns, ruim para outros.

Considerando-se as medianas dos 22 ramos de atividade analisados, verifica-se que nove setores tiveram receitas maiores que as do ano de 1994. Pelos resultados de 1995, nota-se que os nove setores com receitas melhores que as de 1994 têm um ponto em comum. Quase todos produzem ou comercializam bens de consumo popular. O ramo de Alimentos, por exemplo, teve um desempenho 5,6% melhor. Bebidas e Fumo registrou uma elevação de quase 30% em suas vendas. As grandes do Comércio Varejista faturaram 11% mais. O ramo de Higiene e Limpeza melhorou sua receita em 15%. O de Serviços de Transporte, puxado sobretudo pelo aumento de receita das companhias aéreas e de transporte de passageiros, cresceu 13%.

O desempenho brilhante do setor de Papel e Celulose, que faturou 20,5% mais do que no ano de 1994, explica-se tanto pelo aumento da demanda interna por material de embalagem quanto pela alta dos preços da celulose no mercado internacional, que influi bastante no desempenho do setor. O ramo de Telecomunicações registrou o impacto positivo do esforço de modernização que algumas estatais estão fazendo para se preparar para a privatização e também da nova política de administração de tarifas telefônicas adotada pelo governo. O resultado foi um aumento de expressivos 15,4% em suas receitas.

Na ponta dos setores que perderam receita, estão os que enfrentam problemas de adaptação à estabilidade da economia, como o de Construção, ou à abertura comercial, como a Indústria Têxtil, que têm sofrido bastante com a concorrência asiática. Também fazem parte desse grupo os que sofreram um impacto mais forte das políticas de juros altos e de restrições ao crédito ao consumidor adotadas pelo governo em 1995, como as montadoras. Depois de um aumento recorde de vendas em 1993 e de uma melhoria um pouco mais discreta nos resultados do ano seguinte, os fabricantes de automóveis e peças sofreram uma redução de pouco menos de 11% em seu faturamento no ano passado. Outro exemplo é o ramo da Construção. Após um resultado que já não foi bom em 1994, quando as vendas caíram 24% em relação a 1993, o setor registrou um novo impacto. Faturou em 1995 cerca de 33% menos do que em 1994. Isso se explica tanto pela redução dos investimentos públicos em obras de infra-estrutura quanto pela queda da produção de imóveis pelas empresas de construção civil.

O que se percebe quando se estudam outras tabelas além da que registra o comportamento das vendas é que, de um modo geral, mesmo as empresas dos setores que perderam receita estão melhores. No entanto, com a dificuldade de repassar pressões de custos aos preços, em função da retração da demanda e do aumento de competitividade, têm forçado em diversos setores a queda da margem bruta. Outro indicador, o lucro líquido da amostra, também foi menor quando comparado ao ano anterior. O que contribuiu para uma queda da rentabilidade mediana da amostra.

Durante a análise observou-se claramente que alguns setores sofreram de forma mais acentuada os efeitos da nova conjuntura. Apesar de alguns setores terem reduzido sua rentabilidade, no geral, foram poucos os setores que apresentaram rentabilidade negativa em 1995, onde apenas três dos 22 ramos de atividade tiveram rentabilidade do patrimônio negativa (veja tabela abaixo)⁶⁴.

RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO						
SETORES	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1 Alimentos	6,9	3,8	0,7	1,1	8,0	8,0
2 Automóveis e Peças	11,4	-13,9	-7,2	5,3	17,5	1,6
3 Bebidas e Fumo	21,3	5,6	9,4	14,4	12,0	16,7
4 Comércio atacadista	3,4	0,5	0,4	4,0	21,3	2,6
5 Comércio varejista	-25,2	-5,6	-19,3	2,3	16,3	9,9
6 Computação	-52,0	-7,7	-38,6	-1,1	35,8	4,5
7 Confeções	10,4	-2,5	-4,0	4,4	16,6	10,0
8 Construção	12,6	1,6	2,6	4,5	5,2	3,0
9 Eletroeletrônica	13,6	-19,1	3,4	11,2	14,6	11,7
10 Energia Elétrica	-3,9	-2,0	-1,2	-2,2	0,8	-1,6
11 Farmacêutica	21,0	-5,7	14,7	18,8	33,9	27,5
12 Higiene e Limpeza	18,9	4,6	2,9	6,9	23,1	13,2
13 Material de construção	1,6	3,8	11,3	11,6	6,0	5,3
14 Mecânica	-6,1	0,2	7,2	2,2	4,8	-1,4
15 Mineração	10,6	6,9	4,6	8,3	6,2	4,6
16 Papel e celulose	2,6	-3,3	-1,9	-3,9	3,9	4,9
17 Plásticos e Borracha	9,3	-11,4	-2,9	1,1	8,9	1,1
18 Química e petroquímica	1,9	-4,3	0,2	0,9	11,7	0,7
19 Serviços de transporte	0,5	-12,4	-7,4	-6,3	5,4	-1,6
20 Siderurgia e Metalurgia						3,4
21 Telecomunicações					3,6	4,1
22 Têxteis	6,0	0,9	-0,8	3,3	13,9	1,4
Mediana dos setores	6,5	-2,3	0,3	3,7	11,7	4,3

De qualquer forma, é mais claro o reflexo sobre o desempenho das empresas brasileiras do ambiente de 1995, que foi o primeiro em muitos anos onde o Brasil começou e terminou com a inflação controlada. O que também ficou bem claro durante a análise, é que com a crescente abertura da economia brasileira a competição externa, um número maior de setores passou a sofrer os resultados dessa nova conjuntura, ou seja, a tendência da redução das margens de lucro decorrentes da nova estrutura competitiva da economia. Isto têm levado as empresas a se empenharem cada vez mais na busca de novas alternativas para junto com o confronto aumentarem sua lucratividade.

Essa queda da rentabilidade em 1995 foi confirmada por diversas publicações e pesquisas como a do Datafolha, no Folha 500⁶⁵, que aponta uma queda na lucratividade das empresas de capital aberto de 48,7% em 1995. Segundo a publicação, a queda refletiu em grande parte a forte concorrência dos importados e o fluxo de produtos estrangeiros, que foi bastante acentuado nesse ano e até causou os primeiros déficits na balança comercial depois de vários anos de superávit.

Já em 1996 a economia brasileira foi caracterizada por dois períodos distintos. No início do ano, as empresas ainda sofriam com a recessão gerada pelas medidas de restrição ao crédito e pela política monetária adotadas em 1995. Estas medidas começaram a ser relaxadas em Maio de 1996, o que permitiu um segundo semestre bastante diferente. Apesar das quedas do patrimônio líquido e das vendas terem afetado o conjunto de empresas analisado, elas, em sua maioria, apresentaram resultados operacionais positivos e muitas vislumbraram possibilidades de crescimento e aumento de seus investimentos.

Segundo a revista Conjuntura econômica de Maio de 1997, a receita operacional das 65 empresas que mais cresceram no ano de 1996 caiu 5% e seu patrimônio líquido também diminuiu cerca de 5,6%. Um indicador que cresceu bastante no período analisado foi o nível de endividamento, que passou de 93% do patrimônio líquido, em 1995, para 140% em 1996. Este crescimento é bastante acentuado quando comparado ao do período 1994-1995 (observe tabela abaixo).

ENDIVIDAMENTO GERAL							
	SETORES	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	Alimentos	46,5	36,0	44,2	47,2	42,5	47,9
2	Automóveis e Peças	43,5	37,1	37,9	38,8	40,1	43,6
3	Bebidas e Fumo	45,8	33,7	37,5	42,4	41,2	40,5
4	Comércio atacadista	68,7	55,6	62,2	71,5	64,1	69,7
5	Comércio varejista	60,7	48,0	57,8	64,7	57,4	59,6
6	Computação	82,4	53,2	69,6	72,0	68,6	64,7
7	Confecções	39,3	20,5	36,2	39,9	48,4	41,5
8	Construção	40,3	28,1	24,9	26,1	25,2	28,5
9	Eletroeletrônica	50,6	46,3	49,8	53,0	47,9	51,4
10	Energia Elétrica	63,3	39,7	41,4	32,1	35,2	21,1
11	Farmacêutica	65,6	45,6	39,0	28,3	36,3	40,0
12	Higiene e Limpeza	48,9	41,8	39,4	45,9	36,3	42,6
13	Material de construção	30,5	21,8	26,5	27,2	21,5	29,2
14	Mecânica	59,6	51,5	39,0	44,1	51,8	58,1
15	Mineração	44,5	38,7	34,0	27,0	26,7	24,8
16	Papel e celulose	36,4	28,1	28,1	37,8	37,5	36,6
17	Plásticos e Borracha	48,8	36,0	39,6	37,1	48,6	40,3
18	Química e petroquímica	44,8	34,9	37,3	37,4	35,8	36,7
19	Serviços de transporte	46,4	53,3	51,7	46,6	49,3	45,8
20	Siderurgia e Metalurgia						32,3
21	Telecomunicações					22,2	19,6
22	Têxteis	33,7	31,4	35,5	43,9	35,3	43,0
	Mediana dos setores	46,5	37,9	39,0	41,2	40,1	41,0

Segundo a pesquisa, os níveis de liquidez e lucratividade de 1996 se mantiveram no mesmo patamar de 1995. Como houve uma queda dos lucros de 47% no período, a rentabilidade do ativo sofreu queda, cujo efeito foi compensado pelo aumento da margem líquida, que cresceu de 1,79 para 2,07. Isto ocorreu em razão da queda da receita operacional ter sido superior a redução dos lucros.

Já uma análise preliminar dos balanços de 1850 empresas feita pela Serasa, demonstrou que em 1996 as margens se estreitaram e foram bem menores que as de 1995, apesar do volume de vendas ter crescido em grande parte das empresas. Outro fato constatado foi o aumento do endividamento bancário das empresas, que no comércio varejista, dobrou nos nove primeiros meses de 1996, o que confirma a constatação da revista Conjuntura Econômica. A pesquisa constatou ainda a diminuição dos níveis de inadimplência e um número menor de falências e concordatas, como também, a inclusão de protestos⁶⁶.

Outra análise realizada pela LAFIS, com base nos balanços de 92 companhias não-financeiras e publicada na Carta capital de 30 de abril de 1997, demonstrou que o ano de 1996 foi um ano bom para as empresas analisadas, que representam mais de 70% do valor de mercado da Bovespa. Isso porque as vendas desta amostra cresceram em média 7% no período. As margens subiram de 3,1% para 5,2% e a rentabilidade patrimonial se elevou de 2,9% para 4,4%⁶⁷. Como em outros períodos que sucederam o lançamento do Real, algumas empresas tiveram resultados bem diferentes das demais, o que segundo a consultoria demonstra o despreparo de alguns para a nova conjuntura e o preparo de outras.

A interpretação dos resultados deixou certo o fato de que nada é estável nestes novos tempos. Por isso, cada vez mais a interação entre as necessidades internas da empresa e as necessidades do mercado devem ser maiores. Em 1995, por exemplo, após a euforia inicial do Plano Real, o Brasil viveu uma das maiores crises de inadimplência de sua história. Só o setor bancário arcou com R\$ 80 bilhões em empréstimos em atraso ou em liquidação, o que representou um crescimento de 20% em relação ao ano anterior. Em relação ao volume de empréstimos o nível de inadimplência subiu de 11% para 16%. A Serasa registrou um crescimento no volume de títulos protestados na ordem de 135%. As falências requeridas aumentaram 156,3%. Já as decretadas aumentaram 32,6% e as concordatas requeridas 304,7%. Num ambiente que sofre com mudanças abruptas como a dos níveis de inadimplência, somente as empresas que têm realizado frequentes revisões em seus objetivos e em sua atuação no mercado têm demonstrado grandes chances de sobreviver diante da nova conjuntura. É o que demonstra o grande interesse dos investidores por empresas que têm redefinido seu mercado e realizado internamente os ajustes necessários.

Apesar da queda nos níveis de rentabilidade patrimonial das empresas brasileiras após o Plano Real, as bolsas brasileiras, segundo um levantamento da Morgan Stanley, ofereceram o maior retorno do mundo de 15 de novembro de 1992 ao mesmo período de 1996. Segundo a pesquisa, a valorização média dos papéis brasileiros atingiu 321,8% em dólar⁶⁸. Isto garantiu ao Brasil primeiro lugar na lista dos países onde as ações mais subiram em dólar (veja tabela abaixo)⁶⁹. Para se ter idéia do tamanho desse crescimento, basta compará-lo ao do segundo lugar, que ficou com a Finlândia com um ganho de 201,8%, quase 40% a menos que o Brasil.

Ordem	País	Valorização (%)
1	Brasil	321,8
2	Finlândia	201,8
3	Filipinas	198,7
4	Hong Kong	174,0
5	Suíça	159,5
6	Malásia	144,5
7	Suécia	136,2
8	Peru	123,0
9	Nova Zelândia	110,1
10	Holanda	117,4

Segundo o IFC (International Finance Corporation), braço financeiro do Banco Mundial, esta posição parece estar garantida. Isto porque até Março de 1997 o desempenho das ações brasileiras estava entre os melhores também no conjunto dos mercados emergentes. Este mercado inclui bolsas da Ásia, Leste Europeu, Oriente Médio e América Latina. O índice IFC do Brasil subiu até a data 26% em dólar, o que colocou o país em segundo lugar entre os emergentes onde as ações mais se valorizaram. O primeiro lugar ficou para a Turquia com uma valorização de 48% em dólar. O índice foi calculado para 44 países. Segundo André Zylberberg, coordenador de investimentos internacionais do banco Bozano, Simonsen, o ritmo de crescimento dos lucros no Brasil não está restrito ao crescimento da economia. Isto porque as ações mais negociadas em bolsa são as de estatais de infra-estrutura, que estão tendo recomposições tarifárias e estão passando por sérios processos de reestruturação por causa das privatizações.

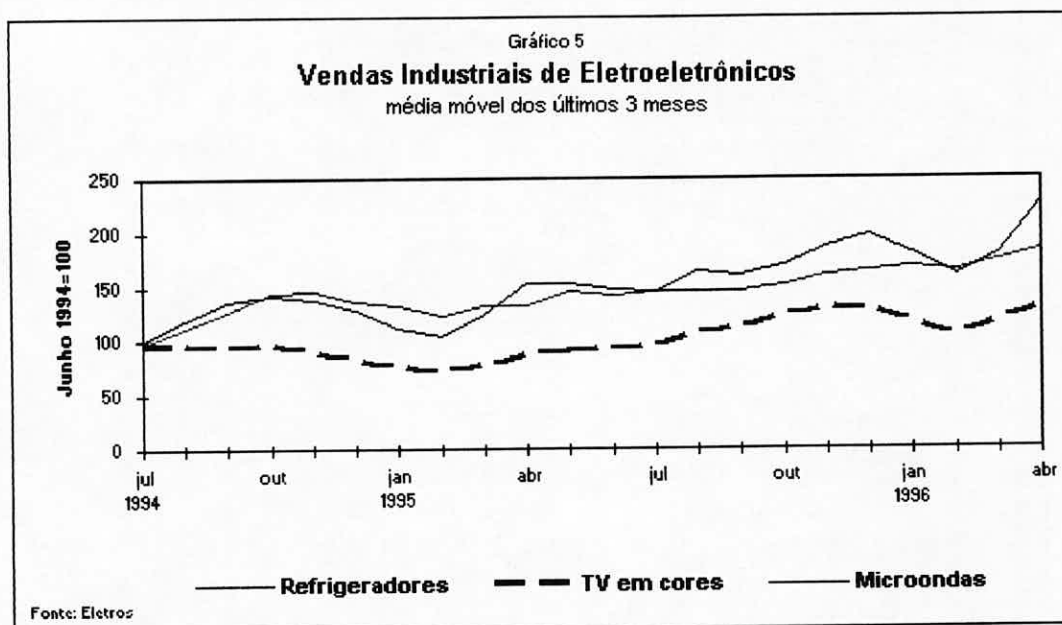
Talvez isto explique o fato de as empresas preferidas nos pregões brasileiros nem sempre serem as mais lucrativas. Em 1996, por exemplo, o setor de telecomunicações dispontou como o mais rentável nas bolsas. Segundo um estudo realizado pela consultoria Lógica de Mercado, as teles valorizaram em média 97,7% em dólar no ano de 1996 (veja quadro)⁷⁰. Em segundo lugar vieram as companhias energéticas com uma valorização média dos papeis de 94,8%. Isto ocorreu apesar das empresas do setor terem apresentado uma rentabilidade média de 0,8%. O efeito inverso foi sentido em setores como comércio varejista e eletroeletrônicos, que apesar de encabeçarem a lista dos maiores retornos patrimoniais, apresentaram valorizações médias em seus papeis. O único setor onde a rentabilidade patrimonial e a valorização em bolsa tiveram o mesmo comportamento foi o de fertilizantes.

Ordem	Sector	Taxa de rent.(2)	Ordem	Sector	Valorização
1	Comércio Varejista	18,7	1	Telecomunicações	97,7
2	Eletroeletrônicos	11,2	2	Energia elétrica	94,8
3	Fertilizantes	9,4	3	Fertilizantes	86,4
4	Bancos	9,3	4	Autopeças	41,3
5	Telecomunicações	9,1	5	Bancos	36,3
6	Bebidas e fumo	8,5	6	Metalurgia	33,8
7	Alimentos	4,7	7	Comércio Varejista	30,1
8	Autopeças	3,4	8	Bebidas e fumo	29,9
9	Petroquímica	1,7	9	Eletroeletrônicos	28,7
10	Energia elétrica	0,8	10	Alimentos	8,9
11	Siderurgia	0,6	11	Têxtil	5,6
12	Metalurgia	-1,1	12	Mineração	2,4
13	Têxtil	-2,4	13	Siderurgia	0,8
14	Papel e celulose	-10,9	14	Petroquímica	-0,9
15	Mineração	-13,2	15	Papel e celulose	-28,5

6.2- Os Setores Mais Rentáveis

Após o Plano Real alguns setores empresariais têm se destacado frequentemente. Exemplos disto são eletroeletrônicos, produtos alimentícios e comércio varejista. Outros apresentaram resultados que oscilaram desde o lançamento do plano, como o setor de fertilizantes. Entre os setores que desde o início do plano vêm sofrendo dificuldades estão os setores têxtil e de indústria mecânica. Cabendo aqui uma ressalva, o resultado de cada setor representa em média o resultado das empresas analisadas que o compõem. Em tempos de globalização e aumento de competitividade, o desempenho dentro dos setores têm sido bastante heterogêneos. Isto pode ser ilustrado por alguns exemplos, um deles é o das lojas Renner. A empresa pertence ao setor varejista e auferiu, de Setembro de 1995 ao mesmo período de 1996, um resultado operacional negativo de R\$ 2,5 milhões num dos setores que mais se beneficiaram do Real. Do outro lado, pode-se analisar a Marisol, que bem diferente do setor ao qual está inserida, indústria têxtil, vem conseguindo bons resultados.

Seguindo as regras microeconômicas, o gasto com produtos de cesta básica vêm caindo desde o início do plano, o contrário ocorre com os produtos supérfluos, como iogurte e isotônicos, que após a introdução do plano superaram recordes históricos de venda e crescimento. O consumo de bens de consumo duráveis como refrigeradores, microondas e tvs em cores têm mantido desde o início do plano a tendência de crescimento e têm trabalhado quase perto de suas capacidades industriais (veja gráfico abaixo)..



É verdade que o endividamento na indústria cresceu, no entanto, é bem maior o número de empresas endividadas que têm buscado empréstimos no exterior a um custo mais baixo. Só em 1996, houve um crescimento de 86% em mecanismos de captação externa como bônus e notes, que se expandiram dos US\$ 9,7 bilhões em 1995 para US\$ 18 bilhões em 1996. Grandes empresas, que trabalham em setores onde é vantajoso trabalhar com recursos de terceiros, fizeram isto e obtiveram grandes resultados. Isto porque a diferença entre as taxas de juros cobradas aqui e as lá fora possuem uma grande diferença.

Um exemplo do sucesso na utilização deste tipo de recurso é a Arapuã, que em 1996 obteve rentabilidade de 41,7%, encabeçando a lista da Austin Asis, que comparou 114 empresas de capital aberto. Outra saída para as empresas têm sido a parceria no capital, que é uma tendência mundial, onde os acionistas se tornam sócios do crescimento.

A conjuntura criada pelo Plano Real foi bastante favorável ao consumo de bens duráveis e atividades de interesse globalizado, como serviços públicos tarifados suscetíveis a privatização, e aos segmentos deles dependentes. Exemplos disso são o comércio varejista, que com o aumento dos prazos de financiamento do crédito ao consumidor obteve excelentes resultados. Sendo que, as principais beneficiadas dentro do setor foram as lojas especializadas, especialmente as de bens de consumo duráveis. Os setores de energia elétrica e telecomunicações foram beneficiados pelo crescimento na demanda por prestação de seus serviços. Outros fatores a serem considerados para os bons resultados destes setores são a recomposição tarifária e o processo de reestruturação pelo qual eles têm passado. Estes processos têm diminuído as despesas e realizado cortes. Outro exemplo é o setor de eletroeletrônicos. O setor foi bastante beneficiado pelo Plano Real e obteve em 1994 um excelente resultado, no entanto, em 1995, devido as medidas de contenção ao crédito e à demanda adotados pelo governo o setor conseguiu um resultado bem inferior ao de 1994. Em 1996, com a disponibilização de crédito farto o setor voltou a apresentar ótimos resultados e enormes perspectivas de crescimento, o que vêm atraindo cada vez mais os grupos estrangeiros do setor. Esses setores foram os mais rentáveis após a introdução do plano pois apresentam quase que uma tendência de crescimento constante desde sua introdução.

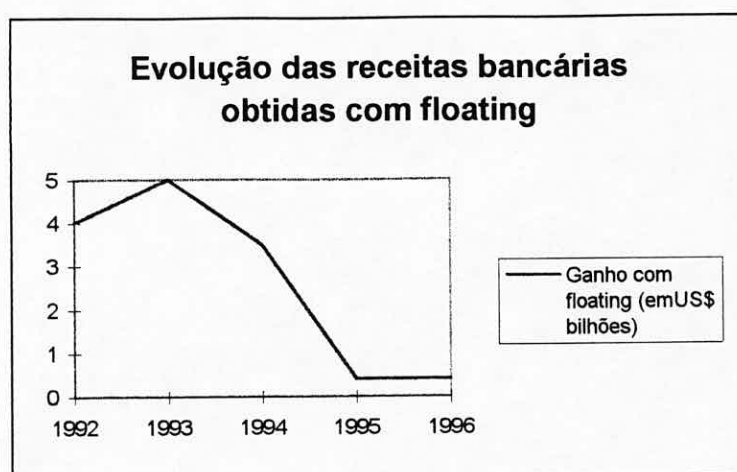
Ao contrário deles existiram setores cujos resultados oscilaram bastante após o plano. Um exemplo disso foi o setor agrícola, que em 1996, graças a securitização das dívidas dos agricultores e da recuperação do preço dos produtos no mercado agrícola, recuperou-se dos péssimos resultados de 1995. Este resultado refletiu positivamente em outros de insumos agrícolas, como o de fertilizantes, que também foram beneficiados.

Em alguns setores menos sensíveis a competição externa como fumo e bebidas, a rentabilidade patrimonial manteve-se num mesmo patamar desde o início do plano. Já as atividades mais penalizadas pela abertura econômica e concorrência externa foram bens de capital, têxtil e autopeças. O setor de bens de capital, que antes do Real sofria com a falta de investimentos públicos e privados, passou a sofrer com a concorrência predatória dos importados. Como o setor sofre também com a falta de linhas de financiamento de longo prazo com juros competitivos, esta concorrência têm se tornado ainda mais desleal. As exceções dentro do setor, em termos de desempenho, têm ficado por conta daquelas empresas que prestam serviço as áreas de energia elétrica, telecomunicações e petróleo. Áreas que foram bastante beneficiadas pelo Plano Real. A indústria têxtil, mesmo com o crescimento significativo do mercado interno, tem tido desde o início do plano sucessivos resultados negativos. Isto porque junto com o Real também veio a maior abertura econômica. Esta abertura trouxe consigo a concorrência dos importados, principalmente os de origem chinesa, que conquistou grande parte do mercado com seus preços altamente competitivos. Já o setor autopeças, com o conceito de *global sourcing* introduzido no Brasil pelas montadoras nos últimos anos, teve que se reestruturar completamente, isto tem refletido bastante em seus resultados. A exceção dentro do setor ficou por conta da indústria de pneus e de reposição de peças essenciais, que acompanharam o crescimento da produção automobilística do país.

No geral, os setores mais beneficiados estiveram diretamente ligados ao processo de estabilização da economia. O uso das ferramentas de captação aumentou o grau alavancagem financeira das empresas que o fizeram. Este fato tem transformado a área financeira na principal unidade estratégica de negócios dentro das organizações. Como falta financiamento interno a juros competitivos, aqueles que se atreveram a rodar o mundo em busca de fontes mais baratas de financiamento foram altamente beneficiados. O que torna isto não só uma lição, mas cria também uma necessidade.

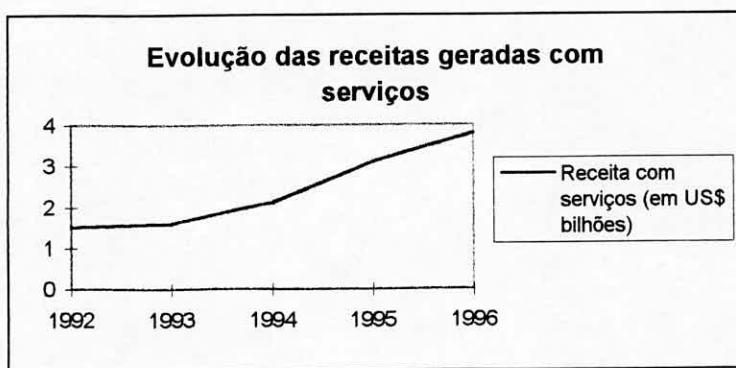
6.3- Uma Análise a Parte: "o Setor Bancário"

O Plano Real trouxe ao setor bancário brasileiro um ambiente bastante incerto. Com a estabilidade financeira e a queda abrupta da inflação de cerca de 50% ao mês para aproximadamente 10% ao ano, o setor sofreu duramente os reflexos da nova conjuntura. Isto porque os ganhos com "*floating*", que são receitas obtidas com a aplicação de recursos não-remunerados de terceiros, como por exemplo, depósitos à vista, pagamentos em trânsito, que representavam 26,4% das receitas, praticamente desapareceram. Segundo dados da consultoria bancária Austin Asis, em 1994, o *floating* deu aos bancos que formam nossa amostra cerca de US\$ 3,5 bilhões, que poderia ter chegado a US\$7 bilhões, pois esse foi o resultado obtido no primeiro semestre de 94, ou seja, antes do Plano Real⁷¹. Em 1995 e 1996, segundo dados da mesma consultoria, a receita anual com *floating* caiu para cerca de US\$ 400 milhões (observe gráfico abaixo)⁷².



Segundo o IFS (International Financial Statistics), os bancos brasileiros perderam no total R\$ 19 bilhões com *floating* após o Plano Real, adotado em Julho de 1994⁷³. Não dá para ter ganhos inflacionários com uma inflação de menos de 10% ao ano e com compulsórios à vista de até 75%. Para se ter uma idéia de como os ganhos com float desapareceram basta analisar o Bradesco, que em 1996 lucrou R\$ 78,4 milhões com estas operações em seu balanço consolidado. Em 1992 este mesmo tipo de operação havia rendido ao banco R\$ 993,27 milhões, em 1993, R\$ 1,59 bilhões, em 1994, R\$ 1,62 bilhões países⁷⁴. Já em 1995, que foi o primeiro ano transcorrido inteiramente sobre as regras do Plano Real, o ganho despencou para R\$ 110 milhões e tende a diminuir. Para compensar esta perda os bancos tiveram que reaprender a ganhar dinheiro com as atividades básicas, ou seja, com os depósitos, empréstimos e serviços. Como a transparência tem se tornado o mais importante requisito para o mercado, pois permite que um banco obtenha recursos no mercado de capitais externos a taxas bem menores e possa, conseqüentemente, conceder mais empréstimos. Os mecanismos de cobrir custos com a inflação deverá ser extinto.

Com a liberação das tarifas bancárias pelo Banco Central, os bancos compensaram parte da perda destas receitas fáceis com uma maior arrecadação com a prestação de serviços (observe gráfico abaixo)⁷⁵ e pelo crescimento da carteira de crédito concedida ao setor privado de cerca de um terço de 1994 para 1995, passando de R\$ 60 bilhões para R\$ 210,8 bilhões⁷⁶. As receitas obtidas com operações de crédito após o plano Real registraram um aumento extraordinário de 226% e passaram de US\$ 6,3 bilhões em 1994 para US\$ 20,7 bilhões em 1995⁷⁷.



entrada do HSBC inaugurou uma nova era no sistema bancário brasileiro, ou seja, a competição por igual entre os grandes bancos de varejo nacionais com um gigante financeiro internacional. Pela primeira vez as maiores instituições nacionais passaram a disputar o mercado de pessoas físicas com uma instituição estrangeira de grande porte. A expectativa dos analistas é que a entrada do grupo HSBC force, no longo prazo, os concorrentes a melhorarem a qualidade dos serviços e a baixarem o preço das tarifas bancárias. A entrada deste banco no Brasil representa a globalização do setor bancário, que como aconteceu no setor industrial trará diversos efeitos competitivos⁷⁸.

Com a maior concorrência no setor de varejo, cabe aqui fazer algumas comparações quanto ao custo dos serviços bancários praticados no Brasil. Segundo um estudo realizado pela Austin Asis, os bancos brasileiros não estão preparados para a globalização e competição com parceiros internacionais. O estudo comparou o desempenho médio de uma amostra formada por 180 bancos brasileiros, entre 1994 e 1996, com indicadores do sistema financeiro da Inglaterra, Alemanha, Japão, Canadá, Suíça, França e Estados Unidos. O resultado do estudo demonstrou o alto custo de operação dos bancos brasileiros e o alto preço cobrado pelos serviços, que são os mais caros dentre os países comparados. A rentabilidade das instituições brasileiras aparece em sexto lugar com média de 12,3% no período mundo⁷⁹.

A conclusão do estudo é que os bancos brasileiros necessitam urgentemente reduzir a margem de intermediação sobre os ativos, que são os preços cobrados pelos serviços, incluindo concessão de crédito e o custo de operação que é extremamente elevado quando comparado aos outros países. Para melhorar a competitividade os bancos terão de passar por uma nova série de ajustes, cuja necessidade foi agravada com a chegada do HSBC e do Santander. O gráfico abaixo demonstra a comparação entre os custos operacionais.



Segundo dados da Andima e do IBGE os bancos ainda emprestam muito pouco no Brasil. A relação entre o crédito doméstico e o PIB no país equivale a metade da de países desenvolvidos, onde a participação dos bancos no PIB é inferior à brasileira⁸⁰. Uma característica do sistema bancário nacional é o baixo volume de crédito para o setor privado em relação ao PIB. Apesar dos ativos corresponderem a quase 110% dos ativos das instituições financeiras, o crédito bancário para o setor privado ainda é muito baixo, 33,39%, quando comparado aos países com outros países⁸¹. No Brasil, os bancos ainda são os principais responsáveis pela concessão de créditos.

Há grandes diferenças entre os custos administrativos dos bancos instalados no Brasil e os dos países onde se encontram os maiores bancos do mundo. Segundo a EF&C (Engenheiros Financeiros & Consultores), nos Estados Unidos, para cada dólar captado pelos dez principais bancos US\$ 0,04 está comprometido com pagamento de pessoal. No Brasil, para cada real captado, de R\$ 0,08 a R\$ 0,12⁸². Segundo um consultor da EF&C, a diferença estaria ligada a informática, já que nos centros de dados do Bradesco, Itaú e Unibanco, por exemplo, há muito papel e computadores gigantes com 20 anos de idade.

Os bancos brasileiros possuem altos custos quando comparados aos bancos estrangeiros devido a prestação de uma variedade de serviços que não são encontrados nos países comparados, como por exemplo, pagamento de contas. Os longos períodos inflacionários exigiram dos bancos uma pesada estrutura, um fato ainda remanescente desta época é a compensação de cheques em 24 horas, que fazia sentido quando a inflação era alta, no entanto, hoje esta rapidez não faz sentido. Outros fatores que também contribuem para os altos custos são os elevados encargos sociais e a imobilidade dos bancos, que deveriam ter capitais e não imóveis⁸³.

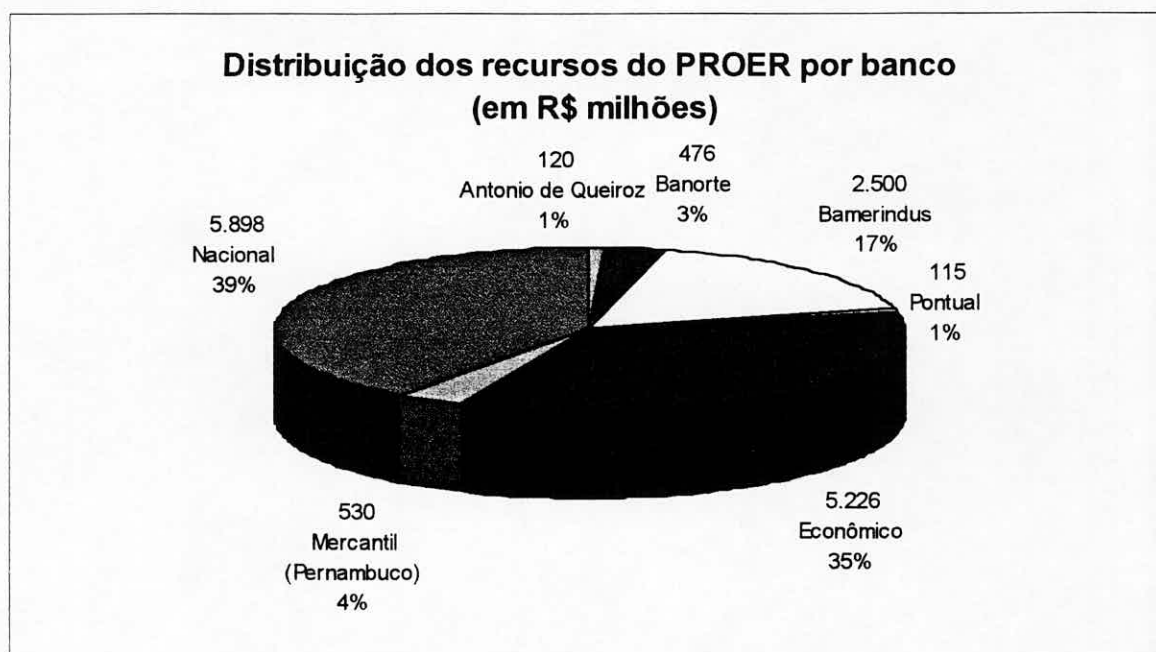
Com o desaparecimento dos ganhos com a inflação, a ineficiência, de repente, tornou-se bastante preocupante. Os bancos brasileiros descobriram, então, que estavam com excesso de funcionários e agências, apesar do enxugamento ocorrido de 1989 até 1996, onde foram eliminados 301 mil postos. Ainda existem 510 mil postos, no entanto, existem palpites de que o sistema poderá funcionar com cerca de 410 mil funcionários⁸⁴. Para se ter uma idéia de como isto é verdade, basta analisar o Deutsche Bank que possui o mesmo número de funcionários do Bradesco e ao mesmo tempo administra ativos do tamanho de todo o sistema bancário brasileiro⁸⁵.

Os reflexos da estabilidade financeira foram logo sentidos no setor privado. Foram vários os episódios que marcaram as mudanças geradas pelo novo ambiente. Em agosto de 1995, o Banco Central entrevistou no Econômico, banco que enfrentava sérios problemas de liquidez, apesar de ter publicado um saudável balanço contábil. O Econômico era o mais antigo banco do Brasil e tinha sede no estado da Bahia. Quando houve a intervenção primeiro o Banco Central falava em liquidação. No entanto, devido à influências dos políticos baianos, o banco acabou tendo sua parte "boa" transferida para o Excel, que estava associado ao Union Bancaire Privée of Switzerland. O novo banco agora denominado Excel Econômico tem mostrado estar se recuperando, para isso, foram demitidos cerca de 5800 funcionários⁸⁶. Além disso, o banco passou a oferecer uma série de vantagens para atrair novos clientes ou aqueles que o haviam deixado. Comparado ao Econômico, o Excel Econômico é bastante diferente. O primeiro, como bem define a revista Euromoney⁸⁷, era produto de ganhos de inflação e estava ligado a um antigo estilo de paternalismo industrial e financeiro, com agências que emprestavam muito, sem se protegerem do risco de inadimplência. O segundo tem-se mostrado um banco mais sério, que se utiliza bastante das técnicas de marketing e de modernas técnicas para a concessão de crédito.

O segundo problema envolvendo um banco nacional de grande porte não tardou muito a acontecer. Em novembro de 1995, o Unibanco assumiu a parte rentável do Banco Nacional. O Nacional, segundo foi exposto ao público na época, estava manipulando seus dados contábeis desde 1986, cobrindo seu rombo com dívidas duvidosas e empréstimos fictícios. Isto para que os resultados "maqueados" parecessem saudáveis. Com esta compra o Unibanco transformou-se no terceiro maior banco privado do Brasil. No mesmo período descrito acima, o Bandeirantes realizou operação semelhante adquirindo o Banorte.

Já o mais recente problema envolveu o Bamerindus, quarto maior banco privado nacional, que também enfrentava sérios problemas de liquidez. O banco tinha como presidente o então ministro da agricultura do governo Fernando Henrique Cardoso, o senador José Andrade Vieira da Silva. Segundo o Banco Central, o Bamerindus havia se envolvido em uma série de atividades questionáveis, sobretudo em relação a Inpacel. A saída adotada em março de 1997 pelo Banco Central foi a venda dos ativos saudáveis do Bamerindus no valor de US\$ 1 bilhão para o HongKong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)⁸⁸. Com sede na Inglaterra, o HSBC possui um patrimônio líquido de US\$ 25,8 bilhões, atua em 78 países onde possui 5000 agências e escritórios, e cerca de 120000 funcionários, incluindo os do Bamerindus. Em 1996, seu lucro líquido alcançou a quantia de US\$ 1,84 bilhão⁸⁹.

Para resolver os problemas dos bancos em dificuldades, como os três descritos acima, foi criado em novembro de 1995, a partir da resolução 2.208 do Banco Central, o PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Bancário Nacional). Durante o período em que atuou o programa realizou R\$ 19,9 bilhões⁹⁰ em transferências de bancos quebrados para novos controladores. Só as três maiores intervenções, nos bancos Econômico, Nacional e Bamerindus consumiram 93,8% destes recursos injetados pelo governo (observe gráfico abaixo)⁹¹.



Os custos com o PROER, entre outubro de 1995 e março de 1997, foram de R\$ 600 milhões para o governo federal, de acordo com o documento assinado pelo secretário de política econômica, José Roberto Mendonça de Barros e pelo coordenador de política monetária da secretaria, Mansueto Facundo de Almeida Júnior países⁹². Esse valor corresponde à diferença entre a taxa média de juros de captação do Banco central e os juros do PROER. Esse custo quando comparado aos custos de outros países que realizaram programas semelhantes são bastante baixos, além disso, os benefícios trazidos pelo programa foram enormes, um deles foi evitar que crises isoladas se estendessem a todo sistema bancário nacional.

Vale ressaltar que o programa não utilizou dinheiro do orçamento federal. Ele obteve os recursos com a emissão de títulos de dívida pública, que pagam juros mais elevados que o dos papéis que o Banco Central recebe em garantia desses empréstimos. Para a parte ruim dos bancos que sofreram intervenção e que ainda continuam a existir nominalmente para a cobrança de créditos problemáticos, existem os FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais), que compõem suas carteiras⁹³.

O FCVS é uma moeda podre, e consiste numa parcela das perdas do Sistema Financeiro da Habitação. Devido aos reajustes das prestações das casas terem sido realizadas a uma taxa inferior à da inflação no governo José Sarney. Com isso, o prejuízo acabou ficando com o governo. O FCVS tem maturidade de 30 anos, com juros abaixo dos de mercado. Depois de contabilizar o rombo final nas contas do banco sobre intervenção, o Banco Central entrega o FCVS ao Banco Central, tendo recebido os mesmos por metade do valor de face, em média. No entanto, a dívida pública será descontada no valor de face pelo tesouro⁹⁴.

O processo de ajuda, que envolveu os bancos em dificuldade passava por uma série de etapas. Logo que o banco entrava em dificuldades e sofria intervenção, ele era dividido em duas partes "boa" e "ruim". Sendo que a parte boa era entregue a um novo controlador, que comprava o nome do banco e sua rede. Logo em seguida, o controlador recebia os recursos do PROER em dinheiro, para que o banco retornasse as atividades normais. Era para obter este dinheiro que o Banco Central emitia títulos da dívida pública⁹⁵.

Enquanto o setor bancário privado está próximo do fim deste turbulento período, o setor bancário público apenas inicia seu processo de reestruturação. Durante anos os bancos estaduais foram usados por políticos como fontes de recursos e empréstimos fáceis e cabides de emprego. Segundo o IFS, a fragilidade dos bancos públicos não foi gerada apenas pela crise financeira dos governos estaduais, mas também, pela queda abrupta dos ganhos com *floating* de cerca de R\$ 12 bilhões depois da queda da inflação⁹⁶. Juntos, os bancos públicos somam dívidas no valor de US\$ 25 bilhões⁹⁷. Sendo que, grande parte, US\$ 20 bilhões, estão no Banespa (Banco do Estado de São Paulo), que sofreu intervenção do Banco Central em Dezembro de 1994 pois era impossível sua sobrevivência sem significativo processo de reestruturação.

Outro banco que também sofreu intervenção juntamente com o Banespa foi o Banerj (Banco do Estado do Rio de Janeiro). Seu processo de privatização que foi iniciado em 1996 com a gestão terceirizada do Bozano, Simonsen, no âmbito do Regime de Administração especial Temporária, está emperrada. Pior do que isso são os rumores acerca da liquidação do banco, caso até 31 de junho de 1997 não se chegue a um consenso quanto ao empréstimo que a CEF (Caixa Econômica Federal) dará ao governo do estado do Rio de Janeiro. Este empréstimo é fundamental para que o governo estadual possa fazer frente ao déficit do PREVI-Banerj, de cerca de R\$ 2 bilhões, e para que possa ser constituído o fundo de R\$ 900 milhões, que dará garantias aos novos compradores, em caso de eventuais dívidas trabalhistas⁹⁸. Isto tornaria o banco mais atrativo, tornando sua venda um fato viável. Durante o período sob administração do Bozano, Simonsen o Banerj reverteu seus resultados voltando a ser lucrativo.

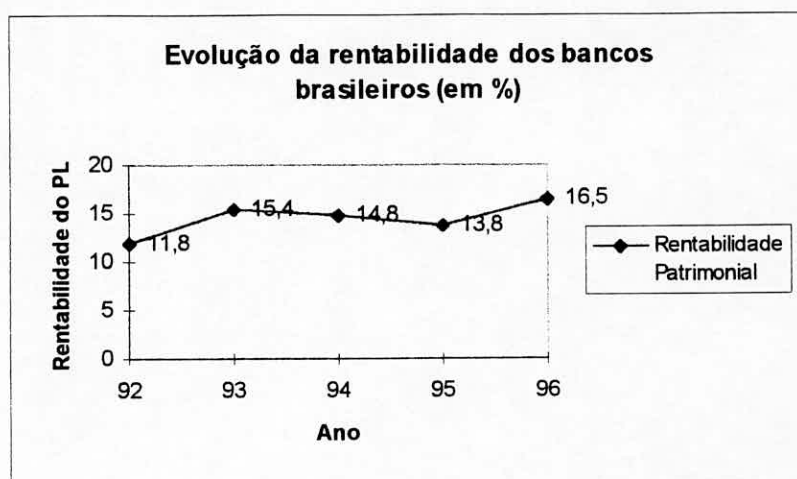
Com a chegada do HSBC, o interesse pelos bancos estaduais que estão na fila das privatizações cresceu bastante. Isto porque comprar um banco estadual é uma das maneiras mais rápidas de aumentar o número de agências e melhorar a distribuição de produtos em determinadas regiões para as grandes instituições de varejo nacionais e para as instituições estrangeiras instaladas no país⁹⁹. Para fazer frente a nova concorrência os bancos precisarão ter maiores ganhos com escala. Como os bancos não tem como reduzir sua estrutura de custo, eles precisam aumentar seus volumes de negócios. Como o mercado não é tão grande para permitir a expansão dos bancos, a saída é comprar¹⁰⁰.

O processo de privatização dos bancos estaduais ganhou força em Agosto de 1996, quando o governo federal deflagrou um novo programa de ajuda, com o objetivo de estimular o processo de privatização ou liquidação dos bancos estaduais, dando chance aos estados de transformá-los em agências de desenvolvimento, ou até mesmo vendê-los a outros bancos. Este programa permite ao Tesouro Nacional assumir dívidas dos governos estaduais por seus bancos. E será financiado via emissão de títulos e os fundos serão transferidos aos estados. Espera-se que o custo do programa esteja limitado aos custos de capitalização. Com este programa o governo espera reduzir a participação desses bancos no PIB, que em 1995, segundo o IFS (International financial Statistics), era de 3,2% contra 3,59% das instituições privadas¹⁰¹.

O primeiro processo de privatização de bancos estaduais a receber estes recursos será o do estado de Minas Gerais, que venderá dois bancos, o Bemge e o Credireal, além de liquidar a MinasCaixa¹⁰². O estado planeja ainda, reformular e capitalizar o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG). Embora os editais do Credireal já estejam prontos, a expectativa é de que o leilão se realize no dia 30 de maio. Já o Bemge deve ser vendido até o final de 1998¹⁰³.

Outro fator que vem contribuindo para a diminuição dos resultados dos bancos no Brasil é a inadimplência. Com a breve euforia, que marcou o início do Plano Real, a concessão de empréstimos explodiu, no entanto, a qualidade das análises de crédito não estava preparada para esta explosão. Sendo assim, a inadimplência atingiu taxas históricas. Como saída para amenizar este prejuízo, os bancos tiveram que reestruturar todo o seu sistema de concessão de crédito, que passou por sérios aprimoramentos. As provisões contra créditos de liquidação duvidosa subiram de US\$ 952 milhões no primeiro semestre de 1994 para US\$ 9,1 bilhões na primeira metade de 1995, o representou um aumento de 1.193%. Em 1996, só o Banco Itaú gastou US\$ 120 milhões para aumentar suas provisões contra devedores duvidosos¹⁰⁴.

Apesar da nova conjuntura criada pelo Plano Real ter mudado completamente o meio-ambiente em que os bancos brasileiros atuam, seu desempenho analisado a partir da rentabilidade do patrimônio tem demonstrado que os bancos ainda não sofreram em seus resultados os reflexos da nova ordem econômica (observe gráfico abaixo)¹⁰⁵.



Os resultados de 1994 a 1996 demonstram que as instituições passaram por uma fase de adaptações à economia estável e conseguiram aumentar a rentabilidade patrimonial. Isto porque a queda da receita ocasionada pela estabilidade foi logo compensada pelo rearranjo das estruturas e da maneira de atuação dos bancos no mercado. Além disso, uma série de outros fatores contribuíram para que os bancos maiores mantivessem os mesmos níveis de lucratividade conseguidos antes do plano. O primeiro impacto do Real na rentabilidade do setor bancário foi a queda vertiginosa das receitas financeiras obtidas através do floating. Para compensar esta perda os bancos aumentaram a receita com uma cobrança maior de tarifas e serviços. Outro fato importante que também contribuiu para a manutenção do nível de rentabilidade no setor foi a redução da alíquota do imposto de renda, que passou de um total de até 37% em 1995 para 26% em 1996¹⁰⁶. Além disso, a contribuição social sobre o lucro líquido, que era de 30%, foi reduzida para 18%.

Para se ter idéia do reflexo causado por esta mudança basta analisar o pagamento de impostos realizado pelos bancos em períodos anteriores e posteriores à medida. No primeiro semestre de 1995, os bancos pagaram cerca de US\$ 1,2 bilhão em impostos. Já no segundo semestre, com a nova lei, foram pagos US\$ 582 milhões¹⁰⁷. Estes dados resultam da análise de 210 instituições pela consultoria bancária Austin Asis. Não bastasse a nova legislação, os bancos também conseguiram a compensação de valores anteriormente pagos, pois provaram na justiça que parte dos créditos em liquidação não seria mesmo paga.

Um fato que abalou as estruturas do setor após o plano foi o aumento significativo da inadimplência. O que obrigou aos bancos já em 1995 a aumentar suas provisões contra créditos de liquidação duvidosa. As provisões pularam de US\$ 452 milhões no primeiro semestre de 1994 para US\$ 9,1 bilhões em 1995¹⁰⁸. Em 1996 contribuiu de maneira expressiva para uma queda na rentabilidade do setor. No entanto, seus resultados foram bastante satisfatórios já que em houve neste ano uma melhora significativa nos índices de inadimplência. Além das provisões os bancos aperfeiçoaram seus métodos de concessão de crédito e de avaliação de riscos. Um bom exemplo disso é o banco Safra, onde o índice de inadimplência para atrasos superiores a 30 dias passou de 6,7% em dezembro de 1995 para 3,4 em dezembro de 1996. Com isso, o banco reduziu com isso sua reserva contra devedores duvidosos de R\$ 122,3 milhões para 113,9 milhões¹⁰⁹.

Mesmo com esta série de efeitos negativos somados atuando sobre sua rentabilidade, no ano de 1996 os bancos surpreenderam e apresentaram bons resultados. Grandes instituições como Itaú, Bradesco e Real aumentaram sua lucratividade. Grande parte deste aumento é atribuído ao efeito das operações envolvendo moedas podres e ao fim da correção monetária obrigatória dos balanços, que foi adotada até 1995. Só o Bradesco estima que um terço do lucro líquido de R\$ 824,5 milhões obtidos em 1996 seja proveniente da venda ao Banco Central de R\$ 1 bilhão contra o FCVS (Fundo de Compensação de Variação Salarial), moeda podre que gerou um lucro antes dos impostos da ordem de R\$ 400 milhões¹¹⁰. O Itaú obteve uma receita de R\$ 497 milhões com o FCVS¹¹¹. Já o banco Real, que vendeu cerca de R\$ 1 bilhão de créditos contra o FCVS ao PROER, recebeu para cada valor de face R\$ 0,35. O que rendeu ao banco cerca de R\$ 190 milhões¹¹². Além dos três, o banco Safra também se beneficiou desta operação. Isto porque cerca de 22,7% do seu lucro líquido de R\$ 176,1 milhões foi obtido com a venda do FCVS milhões¹¹³.

Pra os bancos estaduais a situação financeira piorou de 95 para 96. A principal causa para que isto ocorresse foi o agravamento do quadro de inadimplência. Para se ter uma idéia em 1995, segundo dados da Austin Asis, o volume de crédito podre comprometia 32% do patrimônio líquido de uma amostra de onze bancos estaduais acompanhados pela consultoria, em 1996 este volume saltou para 41%¹¹⁴. No mesmo ano, os bancos estaduais registraram o maior nível de inadimplência dos últimos quatro anos. O volume de créditos ruins em relação ao total emprestado subiu de 9,42% em 1995 para 10,92% em 1996. Em 1994, esse índice era de 2,86% e em 93 de 1,88%¹¹⁵. Essa inadimplência elevada mostra o comprometimento dos bancos com operações de crédito mal concedidas, o que parece ser uma característica dos bancos estaduais brasileiros. O resultado da amostra analisada só não foi pior devido aos ajustes que tem sido promovidos pelos bancos para reduzir os gastos com pessoal, que quando comparados em relação à captação caíram de 16,49% em 1995 para 14% em 1996¹¹⁶. Estes ajustes estão sendo realizados graças a medida provisória, que dá prazo até 30 de junho de 1997 para os bancos se reestruturarem, e tem forçado as instituições financeiras estaduais a adotarem programas de demissões voluntárias, o que contribuiu para queda nos gastos com pessoal. Ao contrário do que ocorreu com a amostra formada pelos bancos privados, os bancos públicos tem apresentado um quadro bastante desfavorável em relação a rentabilidade do patrimônio líquido.

As perspectivas para o setor bancário brasileiro como um todo não são tão boas como os resultados que os bancos que os têm apresentado até 1996. Isto porque muitos bancos ainda não conseguiram reduzir seus custos de maneira satisfatória, nem tampouco redefiniram nichos de mercado para atuar numa economia estável. Para 1997 e para os anos seguintes os continuarão passando por uma série de ajustes.

Por exemplo, no mundo inteiro o centro da atividade dos grandes bancos de varejo é dar crédito a pessoas físicas e pequenas empresas. Com a internacionalização do mercado bancário no Brasil, com a entrada do inglês HSBC e do espanhol Santander, os bancos certamente seguirão este rumo. Os bancos terão de emprestar mais ainda que com remunerações menores, com a competição acirrada, a escala ajudará a reduzir os custos e aumentar a competitividade. Para que isto se torne realidade os bancos terão de criar um sistema de concessão de crédito bastante eficiente para atender pessoas físicas e pequenas empresas¹¹⁷.

Um fato bastante concreto hoje setor bancário brasileiro é de que os estrangeiros vieram para ficar e explorar muito bem o mercado. A medida provisória que permitiu a entrada em caráter experimental de bancos estrangeiros interessados em comprar bancos em dificuldade, inclusive públicos dá sinais de que pode vir a ser implementada, tornando inevitável uma globalização maior do setor. Atualmente, a entrada de bancos estrangeiros no país é analisada caso a caso pelo Banco Central. O artigo 192 da constituição federal, que dispõe sobre o sistema financeiro nacional, ainda aguarda por regulamentação¹¹⁸. Outro é a redução do universo de bancos no Brasil. Há um consenso entre os analistas de que o número de instituições passará de 230 em 1996 para 100 a 120 instituições nos dois nos seguintes devido aos efeitos provocados pela estabilidade e pelo fim da ciranda financeira¹¹⁹.

As instituições que permanecerem sairão fortalecidas do processo de fusões e aquisições entre bancos locais, como também parcerias com bancos estrangeiros, principalmente europeus. Um exemplo que ilustra bem isto é o Banco Geral do Comércio que formalizou sociedade com o banco espanhol Santander, que deterá uma participação de 51%¹²⁰.

A baixa relação entre os depósitos bancários no Brasil e Produto Interno Bruto (PIB) e o também reduzido crédito para o setor privado dão ao país um grande potencial para a expansão da atividade bancária. O que explica em grande parte o interesse dos bancos estrangeiros pelo sistema bancário brasileiro. Enquanto nos países desenvolvidos a soma dos depósitos varia de 53%, nos Estados Unidos, e 104%, no Japão, do PIB, no Brasil é de apenas 24%, segundo o IFS¹²¹.

Com a estabilização dos preços espera-se um crescimento da relação depósitos bancários e o PIB, o que transformaria a poupança em investimento. No entanto, desde o início do Plano Real, o número de contas ativas nos bancos públicos e privados caiu de 37 milhões, em dezembro de 1994, para 33 milhões em abril de 1996, segundo dados do IFS¹²². Daqui para frente espera-se a incorporação de novos clientes pelos bancos.

O que ocorrerá com certeza é que os bancos brasileiros terão de ser mais eficientes e rápidos na prestação de serviços, além de mais automatizados. O custo do dinheiro deverá ser menor. Em termos tecnológicos os grandes bancos de varejo nacionais dizem estarem preparados. Já em termos de custos há muito a ser feito. Segundo analistas, o HSBC vai atuar bastante nos spreads, o banco trabalha com spreads médios de 4% no mundo todo, sendo uma das menores taxas cobradas¹²³. No Brasil, só o spread do cheque especial chega a 9% ao ano, o que demonstra um grande potencial para redução destas taxas. Talvez os grandes bancos de varejo brasileiros podem vir a ter de trabalhar mais alavancados devido a concorrência do HSBC e de outros possíveis bancos estrangeiros.

Os bancos terão de fazer crescer todas as linhas de financiamento e empréstimos, como capital de giro para empresas, repasses de longo prazo do BNDES, crédito direto ao consumidor (CDC) e crédito ratativo. A área de administração de fundos, recursos, de um modo geral, também terá de crescer. Além disso, as instituições precisarão estimular a captação de recursos de poupança, de CDB e de recursos no exterior. São mudanças esperadas dentro de um sistema que se adapta a estabilização da economia, na era do Real.

O futuro reserva aos bancos brasileiros duas opções paradoxais, a especialização ou o gigantismo. Bancos menores não terão condições de competir sem achar um nicho, ou entrarem no processo de fusões e aquisições. Nesse ponto o HSBC possui uma séria vantagem competitiva em relação aos bancos nacionais, que são os custos menores e as taxas de juros mais competitivas. Isto porque o banco conta com acesso fácil ao mercado de capitais no exterior graças ao seu tamanho gigantesco e sua presença em 78 países¹²⁴. Os grandes bancos nacionais de varejo estão em desvantagem pois ainda são regionais, eles precisam ampliar sua presença no exterior, isto porque quem tem acesso fácil ao capital externo ganha em escala e consegue maior alavancagem. Além disso, os bancos estrangeiros entram no Brasil com despesas e spreads menores por isso são mais competitivos. E por isso que os bancos nacionais devem diluir seus custos com ativos maiores, ou seja, perder na margem e ganhar na escala. Os bancos que estão chegando sabem muito disso e são, em sua maioria, de grande porte. Só HSBC conta com ativos maiores que todo o sistema bancário brasileiro.

7- Conclusão

A breve euforia que marcou o início do Plano Real foi interrompida por diversas medidas para evitar a pressão inflacionária que poderia comprometer o mesmo. A estabilidade econômica proporcionou aos empresários um maior ambiente de planejamento. Com o aumento da competitividade a abertura de capital e a captação de recursos tornou-se cada vez mais um instrumento para a sobrevivência.

A crescente abertura do mercado brasileiro aos produtos e serviços estrangeiros tem forçado as empresas a tomarem decisões baseadas num cada vez maior de variáveis. Este trabalho permitiu diagnosticar, em grande parte, qual o comportamento que nossas maiores empresas e bancos tomaram depois de todas as mudanças estruturais ocorridas a partir de Julho de 1994. O comportamento dos índices de rentabilidade ~~demonstraram~~ ^{Número} ser reflexo da nova conjuntura, bem como, uma forma para diagnosticar ou até mesmo prever qual é ou será o desempenho da economia como um todo. Para um país em desenvolvimento, como é o caso do Brasil, que não tem como dispensar capital estrangeiro, principalmente se vier na forma de investimento de risco na criação ou geração empregos, uma queda na rentabilidade dos negócios é bastante preocupante.

IV- BIBLIOGRAFIA

Relação de fontes citadas no relatório final de pesquisa ou pesquisados para prover o embasamento necessário.

- MASSON, Dubos J. - **The Treasure's handbook of financial Management**, PROBUS, 1995.
- WESTON, J. Fred - **Managerial Finance**, THE DRYDEN PRESS, 1995.
- VAN HORNE, James C. - **Financial Management and Policy**, PRENTICE-HALL, 1989.
- FABOZZI, Frank J. - **Investment Management**, PRENTICE-HALL, 1995.
- LEVY, Haim - **Capital Investment & financial Decisions**, PRENTICE-HALL, 1986.
- CHAMBERS, Donald R. - **Modern Corporate finance**, HARPER COLLIN, 1994.
- CONNOR, John M. - **Market Power and Profitability of Multinational Corporations in Brazil and Mexico**, U.S. GOVERNMENT PRINTING OFFICE, 1977.
- TERKEL, M. - **Integrative Management Inovation and New Venturing: a guide to sustained profitability**, ELSEVIER, 1991.
- SHAPIRO, Alan C. - **Multinational Financial Management**, ALLYN AND BACON, 1982.
- MOTA, Haroldo Moura Vale - **Medidas de Rentabilidade da Empresa**, ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DO ESTADO DE SÃO PAULO, 1992.
- GAPENSKI, Louis C. - **Financial Management**, DRYDEN, 1994.
- MARION, José Carlos - **Contabilidade Empresarial**, ATLAS, 1982.
- COPELAND, Thomas E. - **Valuation Measuring and Managing The Value of Companies**, WILEY, 1990.
- MATARAZZO - **Análise Financeira de balanços**, ATLAS, 1985.
- GITMAN, Lawrence J. - **Principles of Managerial Finance**, HARPER COLLINS, 1994.
- IUDICIBUS, Sérgio de - **Contabilidade Introdutória**, ATLAS, 1993

V- NOTAS DE REFERÊNCIA

- ¹ GITMAN, Lawrence J. - Principles of Managerial Finance, HARPER COLLINS, 1994.
- ² MATARAZZO - Análise Financeira de balanços, ATLAS, 1985, pág 71.
- ³ Ibid.
- ⁴ GITMAN, Lawrence J. - Principles of Managerial Finance, HARPER COLLINS, 1994.
- ⁵ IUDICIBUS, Sérgio de - Contabilidade Introdutória, ATLAS, 1993.
- ⁶ GITMAN, Lawrence J. - Principles of Managerial Finance, HARPER COLLINS, 1994, p. 126.
- ⁷ Ibid, p. 127
- ⁸ Ibid.
- ⁹ MCKEOWN, K. & MOBLEY, L. Beyond IBM. London, Penguin Book, 1989, p. 184-185,
- ¹⁰ GITMAN, Lawrence J. - Principles of Managerial Finance, HARPER COLLINS, 1994, p. 128.
- ¹¹ Ibid, p.131.
- ¹² Ibid.
- ¹³ MOTA, Haroldo Moura Vale - Medidas de Rentabilidade da Empresa, ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DO ESTADO DE SÃO PAULO, 1992, pág. 20.
- ¹⁴ GITMAN, Lawrence J. - Principles of Managerial Finance, HARPER COLLINS, 1994, p. 128.
- ¹⁵ SILVA, Maria Luiza Falcão & ANDRADE, Joaquim Pinto de. "Brazil's new currency: origin, development and perspectives of the Real", Revista Brasileira de Economia, Abril de 1996, pág. 446.
- ¹⁶ Ibid, pág. 447.
- ¹⁷ Ibid, pág. 448
- ¹⁸ Ibid..
- ¹⁹ CASTANHEIRA, Joaquim. "Agora, prejuízo vira lucro". Exame, 18 de Dezembro de 1996, pág. 26.
- ²⁰ Ibid.
- ²¹ Ibid.
- ²² Ibid.
- ²³ SILVA, Maria Luiza Falcão & ANDRADE, Joaquim Pinto de. "Brazil's new currency: origin, development and perspectives of the Real", Revista Brasileira de Economia, Abril de 1996, pág. 449.
- ²⁴ Site da Internet do Banco Central do Brasil: "<http://www.bcb.gov.br>".
- ²⁵ Conjuntura Estatística. Revista Conjuntura Econômica, Maio de 1997, pág.2.
- ²⁶ Site da Internet do Banco Central do Brasil: "<http://www.bcb.gov.br>".
- ²⁷ Conjuntura Estatística. Revista Conjuntura Econômica, Maio de 1997, pág.16.
- ²⁸ SEIDL, Antônio Carlos. "Investimento externo bate recorde". Folha de S. Paulo, 3 de janeiro de 1997, pág. 2-1..
- ²⁹ Ibid.
- ³⁰ ANÔNIMO. "País poderá receber US\$ 13 bi neste ano". Folha de S. Paulo, 3 de janeiro de 1997, pág. 2-3..
- ³¹ ANÔNIMO. "Brasil sobe no ranking mundial". Folha de S. Paulo, 3 de janeiro de 1997, pág. 2-3.
- ³² SEIDL, Antônio Carlos. "Serviços atraem dois terços dos dólares". Folha de S. Paulo, 6 de Abril de 1997, pág. 2-1

³³ Ibid pág. 2-13..

³⁴ Ibid pág 2-1.

³⁵ ANÔNIMO. "País poderá receber US\$ 13 bi neste ano". Folha de S. Paulo, 3 de janeiro de 1997, pág. 2-3..

³⁶ Ibid

³⁷ ANÔNIMO. "O Brasil dá lucro". Exame, 12 de Março de 1997, pág 75.

³⁸ ANÔNIMO. "País poderá receber US\$ 13 bi neste ano". Folha de S. Paulo, 3 de janeiro de 1997, pág. 2-3..

³⁹ ANÔNIMO. "Japão injetará até US\$ 2 bi no Brasil em 1997". Folha de S. Paulo, 6 de Abril de 1997, pág. 2-13

⁴⁰ GAMEZ, Milton. "País receberá até US\$ 11bi em 1997, prevê Meirelles". Folha de S. Paulo, 6 de Janeiro de 1997.

⁴¹ TACHINARDI, Maria Helena. "Emergentes devem receber US\$ 250 bi em 97". Gazeta Mercantil, 23 de abril de 1997, pág. B-9

⁴² FERRO, José Roberto. "Ainda somos o país das carroças?". Exame, 29 de Janeiro de 1997, pág. 27..

⁴³ ROCHA, Marco Antônio. "Nascimento de um novo cenário". Balanço Anual da Gazeta Mercantil 1996/97, pág. 12.

⁴⁴ ANTUNES, Marcelo. "Captação de debêntures atingiu 245,7%". Gazeta Mercantil, 7 de Abril de 1997, pág. B-5..

⁴⁵ ANÔNIMO. "Vale a pena ter um sócio". Exame, 29 de Janeiro de 1997, pág. 34

⁴⁶ ANTUNES, Marcelo. "Captação de debêntures atingiu 245,7%". Gazeta Mercantil, 7 de Abril de 1997, pág. B-5...

⁴⁷ ANÔNIMO. "Ligadas no lucro". Folha de S. Paulo, Domingo pág. 2-2.

⁴⁸ TACHINARDI, Maria Helena. "Emergentes devem receber US\$ 250 bi em 97". Gazeta Mercantil, 23 de Abril de 1997, pág. B-9.

⁴⁹ GAMEZ, Milton. "Brasil já é o terceiro em venda de ações nos EUA". Folha de S. Paulo, 12 de Janeiro de 1997, pág 2-1

⁵⁰ Ibid

⁵¹ ANÔNIMO. "Bolsa teme menor volume com CPMF para estrangeiro". Folha de S. Paulo, 12 de Janeiro de 1997, pág 2-10

⁵² Ibid.

⁵³ ANÔNIMO. "Mercado de ADRs chega a US\$ 345 bilhões". Folha de S. Paulo, 12 de Janeiro de 1997, pág. 2-10

⁵⁴ ANÔNIMO. "Como a bolsa cativa o investidor". Gazeta Mercantil, 19 de Março de 1997, pág. C-1

⁵⁵ MAGALHÃES, Luciana. "Abertura de Capital volta a ser atraente". Gazeta Mercantil, 19 de Março de 1997, pág. C-1..

⁵⁶ Ibid.

⁵⁷ Ibid..

⁵⁸ Ibid.

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ BAUTZER, Tatiana. "Falta dinheiro de longo prazo". Balanço Anual da Gazeta Mercantil, págs. 65 e 66.

⁶¹ Maiores e Melhores 1996. Editora Abril, Agosto de 1996, pág. 41.

⁶² CD-ROM O melhor dos anos 90 da Revista Exame.

⁶³ Ibid.

⁶⁴ Ibid.

- ⁶⁵ ANÔNIMO. "Importado reduz a rentabilidade". Folha 500, 27 de Junho de 1996, pág.3
- ⁶⁶ ANÔNIMO. "Rentabilidade está em baixa". Exame, 1 de Janeiro de 1997.
- ⁶⁷ ANÔNIMO. Carta Capital, 30 de Abril de 1997, pág. 34.
- ⁶⁸ ANÔNIMO. "O maior ganho do planeta". Exame, 12 de Fevereiro de 1997, pág. 91.
- ⁶⁹ Ibid.
- ⁷⁰ ANÔNIMO. "OS balanços contam pouco nas bolsas". Exame, 29 de Janeiro de 1997, pág. 82.
- ⁷¹ Campo, Sueli. "Fontes de receita mudaram com o Real". O Estado de S. Paulo, 6 de abril de 1997, pág. B-3.
- ⁷² Ibid.
- ⁷³ LAVAROTTI, Liliana Enriqueta. "Brasil possui potencial bancário elevado". Gazeta mercantil, 8 de Maio de 1997, pág. B-1.
- ⁷⁴ CALAIS, Alexandre & CAMPOS, Iris Walquiria. Relatório da Gazeta Mercantil, 17 de abril de 1997, pág 2.
- ⁷⁵ CAMPO, Sueli. "Fontes de receita mudaram com o Real". O Estado de S. Paulo, 6 de Abril de 1997, pág. B-3.
- ⁷⁶ CARVALHO, Maria Christina. "Ampliação de negócios". Balanço Anual da Gazeta Mercantil 1996/97, págs. 360 e 361
- ⁷⁷ Ibid
- ⁷⁸ GAMEZ, Milton. "Estratégia do Bamerindus é crescer". Folha de S. Paulo, 28 de Março de 1997, pág 2-1
- ⁷⁹ NEUMANN, Denise. O Estado de S. Paulo, 6 de Abril de 1997, pág. B-1.
- ⁸⁰ ANÔNIMO. "Muito já feito, muito a fazer". Exame, 12 de fevereiro de 1997, pág. 42 (GRÁFICOS)
- ⁸¹ LAVAROTTI, Liliana Enriqueta. "Brasil possui potencial bancário elevado". Gazeta mercantil, 8 de Maio de 1997, pág. B-1
- ⁸² ANÔNIMO. "Consultores prevêem rodadas de ajuste". Gazeta Mercantil, 30 de Março de 1997, pág. 2-3.
- ⁸³ ANÔNIMO. "Varejo na mira dos estrangeiros". Relatório da Gazeta Mercantil, 17 de abril de 1997, pág 8.
- ⁸⁴ CAMPOS, Iris Walquiria & GRANDILONE, Cláudio. Relatório da Gazeta Mercantil, 17 de Abril de 1997, pág. 4.
- ⁸⁵ CAMPO, Sueli. "Fontes de receita mudaram com o Real". O Estado de S. Paulo, 6 de Abril de 1997, pág. B-3.
- ⁸⁶ WHEATLEY, Jonathan. "Waking from a inflation dream" in Euromoney, March, 1997, page 98..
- ⁸⁷ Ibid
- ⁸⁸ GAMEZ, Milton. "Estratégia do novo Bamerindus é crescer". Folha de S. Paulo, 28 de Março de 1997, pág. 2-1
- ⁸⁹ Ibid
- ⁹⁰ NATALI, João Batista. "Governo não diz quanto perde com Proer". Folha de S. Paulo, 28 de Abril de 1997, pág. 1-8.
- ⁹¹ Ibid.
- ⁹² LAVAROTTI, Liliana Enriqueta. "Brasil possui potencial bancário elevado". Gazeta mercantil, 8 de Maio de 1997, pág. B-1.
- ⁹³ Ibid..
- ⁹⁴ Ibid.

- ⁹⁵ Ibid.
- ⁹⁶ LAVAROTTI, Liliana Enriqueta. "Brasil possui potencial bancário elevado". *Gazeta mercantil*, 8 de Maio de 1997, pág. B-1.
- ⁹⁷ Euromoney, March 1997..
- ⁹⁸ LUANE, Katia & CALAIS, Alexandre. "Venda do Banerj está emperrada". *Relatório da Gazeta Mercantil*, 17 de Abril de 1997, pág. 3
- ⁹⁹ Ibid.
- ¹⁰⁰ Ibid.
- ¹⁰¹ LAVAROTTI, Liliana Enriqueta. "Brasil possui potencial bancário elevado". *Gazeta mercantil*, 8 de Maio de 1997, pág. B-1.
- ¹⁰² RIBAS, Sílvia. "A difícil privatização dos mineiros". *Relatório da Gazeta Mercantil*, 17 de abril de 1997, pág. 7.
- ¹⁰³ Ibid
- ¹⁰⁴ Gamez, Milton. "moedas podres afetam resultados dos bancos". *Folha de S. Paulo*, 23 de Fevereiro de 1997, pág. 2-5..
- ¹⁰⁵ NEUMANN, Denise. "Banco nacional está despreparado para concorrer". *O Estado de S. Paulo*, 6 de Abril de 1997, pág. B-1.
- ¹⁰⁶ ANÔNIMO. "Bancos mantêm a rentabilidade de 1995". *Folha de S. Paulo*, 20 de Outubro de 1996..
- ¹⁰⁷ Ibid.
- ¹⁰⁸ Ibid.
- ¹⁰⁹ ANÔNIMO. "Lucro do Safra sobe 51% no ano passado". *Folha de S. Paulo*, 20 de Fevereiro de 1997, pág 2-8.
- ¹¹⁰ GAMEZ, Milton. "Proer ajuda Bradesco a ter lucro recorde". *Folha de S. Paulo*, 21 de Janeiro de 1997, pág. 2-5.
- ¹¹¹ ANÔNIMO. "Lucro do Itaú chega a R\$ 602 milhões". *Folha de S. Paulo*, 19 de fevereiro de 1997.
- ¹¹² ANÔNIMO. "Proer eleva rentabilidade do Real". *Folha de s. Paulo* 18 de Fevereiro de 1997.
- ¹¹³ ANÔNIMO. "Lucro do Safra sobe 51% no ano passado". *Folha de S. Paulo*, 20 de Fevereiro de 1997, pág 2-8.
- ¹¹⁴ CAMPO, Sueli. "Piora desempenho dos bancos estaduais". *O Estado de S. Paulo*, 2 de Maio de 1997, pág B-1.
- ¹¹⁵ Ibid.
- ¹¹⁶ Ibid.
- ¹¹⁷ OLIVEIRA, João Carlos de. "Governo espera que bancos voltem a priorizar crédito". *Folha de s. paulo*, 30 de Março de 1997, pág. 2-3.
- ¹¹⁸ ANÔNIMO. "Varejo na mira dos estrangeiros". *Relatório da Gazeta Mercantil*, 17 de Abril de 1997, pág. 8.
- ¹¹⁹ BORGES, Christina. *Gazeta Mercantil*, pág B-4..
- ¹²⁰ Ibid.
- ¹²¹ Ibid.
- ¹²² Ibid.
- ¹²³ CAMPO, Sueli. "Disputa pelos bancos estaduais deve aumentar". *O Estado de S. Paulo*, 6 de abril de 1997, pág. B-3.
- ¹²⁴ CALAIS, Alexandre & CAMPOS, Iris Walquiria. *Relatório da Gazeta Mercantil*, 17 de abril de 1997, pág 2.