

8 out 2007

Nº 38

Queda no custo financeiro de empresas abertas deve continuar

Por **Marcelo Nascimento**
Economista da SAE

Companhias combinam baixo endividamento, elevada liquidez e boa rentabilidade

As companhias abertas brasileiras, ao aproveitar a combinação de um cenário externo favorável, com uma conjuntura interna de crescimento com estabilidade têm, desde 2003, melhorado de forma significativa seu endividamento. Como consequência, a relação entre valor de dívida e geração de recursos disponíveis - Dívida Bruta/EBITDA - diminuiu substancialmente.

Houve uma redução expressiva no valor do endividamento, além de uma melhora na sua composição em termos de moeda - nacional ou estrangeira - da dívida remanescente com as receitas das

empresas. As exportadoras dividiram em partes iguais a dívida denominada em moedas estrangeiras e em reais. Já as empresas mais voltadas para o mercado interno substituíram parte de sua dívida em moeda estrangeira por dívida em reais¹.

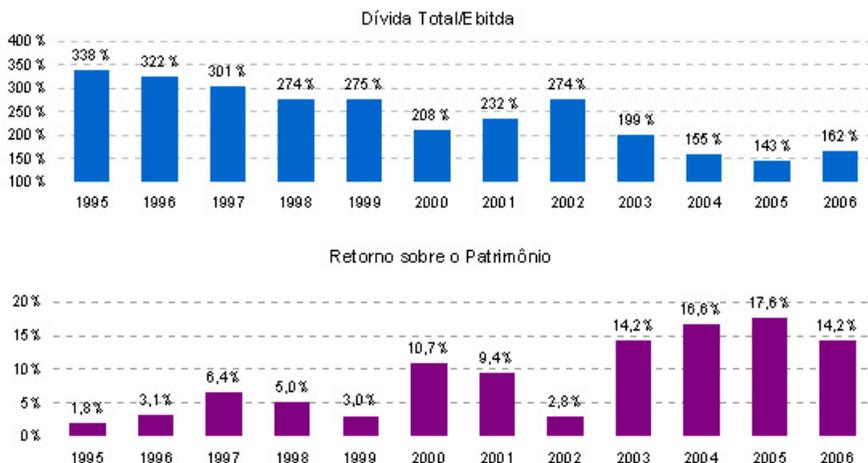
Essa mudança indica que as empresas brasileiras, de maneira geral, operam atualmente com um menor nível de risco de crédito. Considerada de forma isolada, a menor alavancagem deveria resultar em custos financeiros mais reduzidos. Com base em dados de balanço, analisam-se as condições de endividamento para uma amostra de 117 companhias abertas, industriais e do setor de serviços², e

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da Secretaria de Assuntos Econômicos (SAE), da Presidência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

1 Ver Visão do Desenvolvimento nº 8.

2 A seleção foi feita com base na regularidade da frequência dos dados apresentados no período 1997-2006. Os dados têm origem basicamente na Econômica, CVM e SECEX.

Gráfico 1: Indicadores de Alavancagem e Rentabilidade



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática e CVM

compara-se esse indicador com o de outros países.

Dívida, liquidez e rentabilidade das empresas nacionais

A partir de 2003, a melhora no desempenho da economia brasileira foi acompanhada pela elevação substancial no faturamento das empresas nacionais. Uma parcela sig-

nificativa desses recursos foi utilizada para a amortização de dívidas. O endividamento em moeda estrangeira, por sua vez, teve forte redução. Este resultado deve-se, em parte, ao efeito da valorização do câmbio. Entretanto, decorreu também da estratégia

das empresas não exportadoras de quitar dívidas em moeda estrangeira, aproveitando a valorização da taxa de câmbio.

O Gráfico 1 mostra a evolução de dois indicadores de desempenho financeiro das empresas: Dívida Total/EBITDA e Retorno sobre o Patrimônio (ROE). O primeiro relaciona o

valor da dívida com a geração de caixa efetivamente disponível das empresas, ou seja, in-

dica seu grau de solvência no curto prazo. O segundo indicador mede o retorno da empresa para seus acionistas.

Os dados mostram uma evolução positiva das empresas a partir de 2003, com melhoria significativa tanto na capacidade de sol-

vência quanto na rentabilidade. Observa-se que a dívida total das empresas nacionais representava em 2006 apenas 162% da sua geração de caixa – menos da metade do percentual observado em 1995. O indicador de retorno, por sua vez, também apresentou evolução positiva, mantendo-se acima de 14% nos últimos quatro anos, quando entre 1995 e 1999 foi, em média, menos de 4%.

A *Tabela 1* apresenta dados de rentabilidade, endividamento e liquidez para as principais empresas de capital aberto de diferentes países. Na comparação com outros mercados emergentes, as companhias brasileiras têm retorno sobre patrimônio líquido, em média, substancialmente superi-

Melhora no perfil de endividamento deve resultar em custo financeiro mais baixo

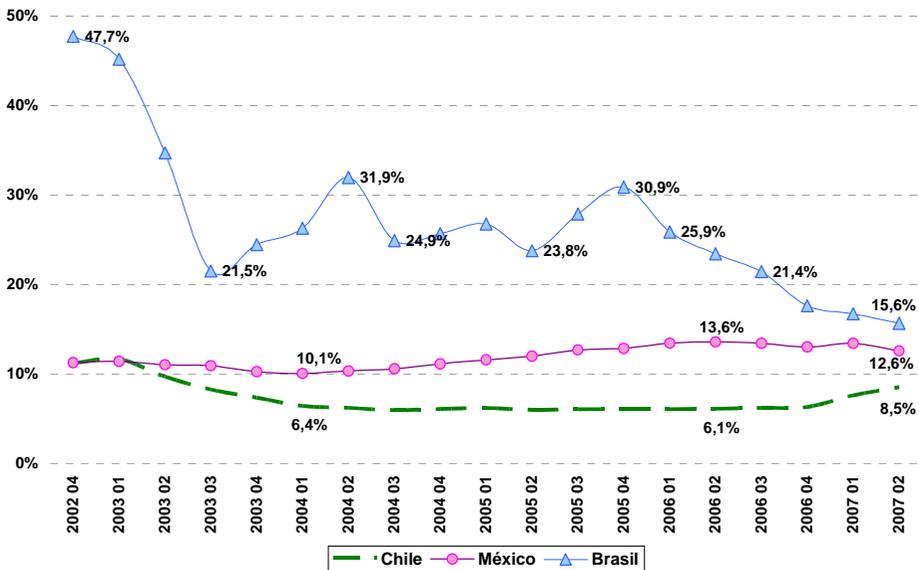
or aos de países desenvolvidos e em desenvolvimento, como Chile e Rússia. O endividamento é semelhante ao dos países latino-americanos da amostra – México e Chile, mas muito abaixo do nível de países desenvolvidos, bem como daqueles pertencentes ao bloco asiático. Em termos de liquidez as empresas brasileiras se posicionam em segundo lugar na amostra com 16 países, indicando um elevado volume de disponibilidades frente às dívidas de curto prazo.

Em síntese, os indicadores apresentados revelam que as empresas brasileiras apresentam uma situação financeira extremamente favorável. As elevadas rentabilidade e liquidez aliadas ao baixo

Tabela 1: Indicadores Internacionais comparados - principais companhias abertas (1º sem. 2007)

País	Retorno sobre o Patrimônio	País	Dívida/ Patrimônio	País	Índice de Liquidez
Japão	9,2	França	505,9	México	0,05
Coréia	12,5	Alemanha	371,8	Alemanha	0,08
Malásia	15,7	Reino Unido	255,1	Reino Unido	0,33
China-Xangai	16,4	EUA	240,1	França	0,34
França	17,1	China-Xangai	170,0	Turquia	0,43
Chile	17,7	Turquia	168,3	Filipinas	0,48
Turquia	18,1	Japão	135,8	China-Xangai	0,51
EUA	18,3	Coréia	130,1	Coréia	0,67
Alemanha	18,7	Malásia	111,6	Tailândia	0,70
Filipinas	19,1	Indonésia	110,4	Rússia	0,70
Rússia	21,2	Tailândia	72,9	EUA	0,71
Reino Unido	23,2	Filipinas	71,8	Japão	0,72
Brasil	23,2	México	62,8	Indonésia	0,74
México	23,8	Chile	62,1	Chile	0,93
Tailândia	26,2	Brasil	62,0	Brasil	0,97
Indonésia	52,9	Rússia	33,8	Malásia	1,15

Gráfico 2: Custo Financeiro Comparado - Brasil, Chile e México



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da CVM, Econômica e Bloomberg.

OBS: Chile: média ponderada de 27 empresas; México: média ponderada de 56 empresas.

nível de endividamento diferenciaram essas empresas no mercado internacional. Sinalizam também maior potencial de crescimento, em virtude da maior capacidade de financiar investimentos.

Custo financeiro das empresas brasileiras

A melhora verificada nos indicadores de rentabilidade e endividamento aponta claramente para a redução no risco de insolvência e, conseqüentemente, deveriam contribuir para a queda nos custos financeiros de novas captações das empresas nacionais.

O Gráfico 2 apresenta a evolução desses custos entre o 4º trimestre de 2002 e o 2º trimestre

de 2007, calculados como a relação entre as despesas financeiras e o endividamento bruto médio. Nesta amostra constam 117 empresas brasileiras, comparadas com empresas abertas mexicanas e chilenas.

Observa-se que os custos financeiros médios no Brasil mantiveram-se elevados durante a maior parte do período, oscilando em torno de 25% a partir de 2003. Este patamar foi preservado até o primeiro trimestre de 2006 quando, então, iniciam uma nova trajetória de queda continuada. Daquela data até o final da série, no segundo trimestre de 2007, há uma queda de 15 pontos percentuais, passando de 30,9% para 15,6%.

Essa queda aproxima as compa-

nhias abertas brasileiras das empresas que atuam em mercados em desenvolvimento, como México e Chile. A diferença em relação a uma amostra de 56 empresas mexicanas é de apenas três pontos percentuais. Em relação ao Chile, a diferença caiu de 24 p.p. para menos de 10 p.p. no período.

Nessa comparação há uma diferença importante a ser ressaltada. Os dois países utilizados na comparação já receberam a classificação de “grau de investimento” e se beneficiam, há tempos, de taxas de juros inferiores em seus mercados internos. No Brasil, a queda nos juros vem ocorrendo de forma mais consistente a partir de setembro de 2005. Seus efeitos, portanto, não estão ainda completamente refletidos nas despesas financeiras das empresas.

A perspectiva da reclassificação do Brasil como “grau de investimento” e a transmissão da queda recente nos juros reais, abrem espaço para que o processo de redução dos custos de captação continue a gerar benefícios adicionais para as empresas no futuro próximo.

Inserção internacional e despesas financeiras

Além da melhora nos indicadores das companhias brasileiras, outros fatores colaboraram para

a redução dos seus custos financeiros, entre os quais: a) a redução das taxas de juros domésticas; b) a valorização da taxa de câmbio e; c) a ampliação do acesso ao mercado financeiro internacional.

Para avaliar a contribuição de cada um desses elementos que contribuíram para a queda dos custos financeiros, a amostra de empresas foi separada em três diferentes conjuntos. No *Gráfico 3* são apresentados os dados para as seguintes categorias de empresas: exportadoras; não exportado-

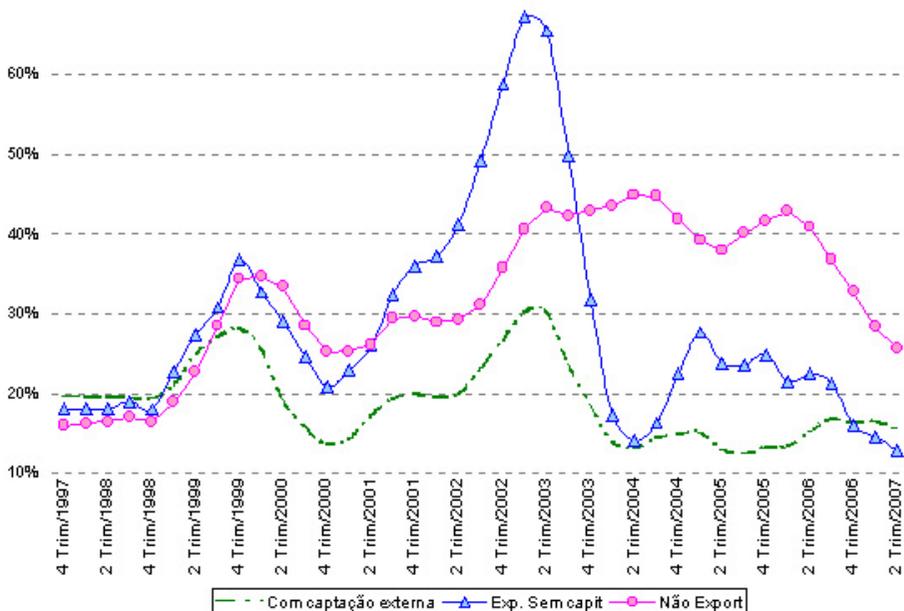
ras e as que captam externamente.

As empresas exportadoras, por

possuírem uma maior parcela de sua dívida vinculada ao câmbio, são beneficiadas, por este lado, pela apreciação cambial. As empresas que captam recursos diretamente no mercado financeiro internacional o fazem em virtude do custo inferior, por outro lado, aquelas que não exportam têm seus custos mais dependentes do comportamento da taxa de juros doméstica.

Nota-se, a partir do segundo trimestre de 2003, uma queda substancial nos custos de captação das empresas exportadoras e com acesso direto ao mercado financeiro externo. Este resultado coincide com o avanço das exportações brasileiras e a melhora nos

Gráfico 3: Custo Médio do Endividamento - em% (média móvel de 10 meses)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Bloomberg Econômica, CVM, SECEX e Bacen.

indicadores de rentabilidade e endividamento das empresas.

As empresas que captaram recursos no exterior mantiveram seus custos financeiros mais baixos do que as demais durante quase todo o período. Em média os custos destas empresas foram 7,5 pontos percentuais inferiores. O acesso ao mercado internacional tem, portanto, possibilitado financiamento mais barato. Porém, o número de empresas que o acessa diretamente é bastante restrito. Em nossa amostra apenas 18 empresas recorreram ao mercado financeiro internacional

ao longo de 10 anos. Destas, apenas oito registram captações após 2003. A maioria das empresas exportadoras, por exemplo, não possui qualquer registro de captações no exterior³.

As empresas que exportam, mesmo não acessando diretamente recursos internacionais obtiveram, a partir de 2003, custos em média 12 p. p. inferiores aos das empresas que não exportam. A valorização do câmbio não foi o único fator determinante da alteração ocorrida a partir daquele ano. Calculado a partir da multiplicação da variação cambial pelo peso da exposição cambial da dívida das empresas, a contribuição da apreciação limitou-

³ Das 47 empresas exportadoras da amostra apenas 6 registraram captações no mercado financeiro internacional.

se, em média, a 6,2 p.p. para as empresas exportadoras no período 2003-2006. Esse valor não é suficiente, por si só, para explicar uma vantagem superior a 15 p.p. a menos para o custo de endividamento destas empresas em comparação com as não exportadoras, durante o período.

Para as empresas que não exportam e não captam recursos externos, os custos financeiros seguiram um caminho diferente. Estes permaneceram elevados até o primeiro trimestre de 2006, quando então, iniciaram uma trajetória de queda contínua, acompanhando a redução dos juros básicos da economia.

Comentários finais

Nesse informe, analisa-se a evolução recente dos custos financeiros das companhias abertas nacionais, comparando-as com seus pares, os outros mercados emergentes. Foi possível verificar que as empresas brasileiras gozam de boa condição financeira, combinando baixo endividamento, elevada liquidez e boa rentabilidade.

Em conjunto com bom desempenho externo e a queda dos juros domésticos, esses indicadores

colaboraram para reduzir os custos financeiros das empresas brasileiras a partir de 2005. Parece haver uma tendência destes custos para patamares próximos ao de outras economias emergentes, que já são avaliadas como “grau de investimento”.

Até o primeiro trimestre de 2006, essa queda foi liderada pelas empresas exportadoras e as que acessaram o mercado financeiro internacional. A valorização cambial foi um fator coadjuvante para essa redução.

Desde então, a queda dos juros passou a influenciar de forma mais intensa o indicador das empresas voltadas ao mercado doméstico. Por se tratar de um fenômeno recente, seus efeitos ainda não estão totalmente refletidos sobre as despesas financeiras. Isto sugere que há ainda espaço para a queda dos custos financeiros nesse segmento.

Em suma, a combinação de baixo endividamento, bons indicadores de rentabilidade e liquidez aliados à trajetória de queda nos custos financeiros, enseja um ciclo virtuoso, no qual as empresas apresentam elevada capacidade de alavancar recursos para financiar novos investimentos.



O BANCO DO DESENVOLVIMENTO
DE TODOS OS BRASILEIROS

Se você quer receber os próximos números desta
publicação envie e-mail para
visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br.