

Criação de Valor

Stern Stewart & Co.

Reflexões sobre o excesso de liquidez nas empresas (I)

Nos últimos quatro anos, a economia mundial viveu um dos cenários mais favoráveis na história recente. As taxas de juros das principais economias caíram a níveis muito baixos, o que resultou em uma abundância de liquidez jamais vista. Com o excesso de recursos e a baixa rentabilidade dos investimentos nos países desenvolvidos, os investidores passaram a buscar oportunidades nos mercados emergentes. O Brasil, mantendo um ambiente de relativa estabilidade econômica e institucional, foi um dos principais alvos dos investidores.

Para as empresas brasileiras, esse movimento representou uma janela de oportunidades para a obtenção de recursos, seja em forma de dívida ou de *equity*. O volume de captações externas, na forma de bônus internacionais e empréstimos sindicalizados, entre outros, cresceu notadamente, batendo recordes em 2005. No mercado de *equity*, o volume de recursos obtidos nas ofertas públicas foi bastante elevado, com presença maciça de investidores estrangeiros.

Não há dúvida de que, em um mercado de capitais que já foi tão restrito para o Brasil, um momento favorável como este deva ser aproveitado. No entanto, ao observarmos o comportamento de algumas variáveis das empresas brasileiras, podemos levantar algumas questões sobre a destinação dos recursos obtidos. Realizamos uma pesquisa tomando uma amostra de 57 empresas no período entre 2001 e 2005 (Fonte: *Economática* — 57 maiores por tamanho dos ativos e com disponibilidade de dados). Segue abaixo um resumo com os principais pontos observados:

- A dívida bruta manteve-se estável, ou seja, apesar do elevado volume de captações, muitas dívidas foram quitadas. É importante destacar que muitas das captações foram realizadas no conceito de *liability management*, que nada mais é do que a troca de uma dívida por outra de maior prazo e/ou menor custo.

- O volume de caixa e aplicações financeiras cresceu cerca de 40%. Como a dívida bruta ficou estável, a dívida líquida caiu de forma relevante, ou seja, as empresas se “desalavancaram”.

- A geração interna de caixa, representada pelo Ebitda (ou Lajida), também cresceu cerca de 40%.

- Os investimentos caíram aproximadamente 15%. Se compararmos com 2002, já que 2001 foi um ano de muitos investimentos das empresas recém-privatizadas, o nível de investimento manteve-se estável em 2003 e 2004, e somente em 2005 cresceu 20%.

- Os dividendos aumentaram 60%.

A partir destes pontos, podemos tirar algumas conclusões:

- A maior parte dos recursos foi utilizada para quitação de dívidas e “desalavancagem” das empresas;

- A utilização mais “saudável” dos recursos, que seria para investimentos, representou uma fatia menor do bolo;

- Apesar do crescimento do pagamento de dividendos, estes se encontravam em níveis muito baixos, e o aumento simplesmente acompanhou a variação no lucro líquido. Podemos inferir que as empresas, em grande parte, pagaram dividendos orientados mais pelos requisitos mínimos exigidos do que pela capacidade de pagamento;

- As captações foram realizadas mais pela janela de oportunidade aberta do que pela real necessidade de recursos das empresas;

- Pode estar configurado um cenário em que as empresas possuem um excedente de caixa.

O que esperar para o futuro? O que todos esperam é que a economia doméstica entre numa rota de crescimento mais vigoroso, o que estimulará o investimento como destinação dos recursos obtidos. E também que o cenário internacional continue favorável, mantendo a janela aberta para futuras captações, formando um círculo virtuoso. No entanto, na hipótese de a economia doméstica continuar patinando, as empresas com excedente de caixa precisarão buscar outras alternativas para a utilização dos recursos. Caso contrário,

Por Leonardo Lameira, analista senior
(llameira@sternstewart.com.br)