

Por que as empresas brasileiras são tão baratas?

Gustavo H. B. Franco

Lembro-me que, em meados de 1998, quando presidia o Banco Central, declarei que as empresas brasileiras estavam muito baratas, e que este era um fenômeno sobre o qual deveríamos refletir. Um líder empresarial, pertencente aos altos quadros do IEDI, em resposta, fez declarações bastante hostis alegando que as empresas estavam sim baratas em função da combinação, na visão dele, equivocada, de juros e câmbio praticada pelo BC.

O mundo deu várias voltas desde então, vale à pena revisitar o assunto.

Logo após nossa vitória sobre a Crise da Ásia, no primeiro trimestre de 1998, mais ou menos na época das declarações acima mencionadas, o valor de mercado das companhias abertas componentes do IBOVESPA estava se aproximando de US\$ 200 bilhões. No primeiro trimestre de 1999, após a mudança da política cambial, este número caiu para cerca de US\$ 70 bilhões. A recuperação foi lenta, especialmente ao longo de 2000, mas com a evolução do câmbio desde outubro do ano passado o valor foi caindo de tal sorte a atingir, em setembro de 2001, o valor de US\$ 96 bilhões.

As empresas brasileiras estavam baratas, em função de uma combinação supostamente errada de juros e câmbio. Agora, com a combinação supostamente correta, ou ao menos bem diferente da outra, as empresas valem metade do que valiam quando o empresário acima citado achava que estávamos vendendo o país a preços de ocasião. Curioso, não?

É útil refletir sobre o modo como as empresas brasileiras, e seus proprietários em particular, perdem dinheiro por conta de uma gestão macroeconômica indecisa entre “desenvolvimentismo” e “ortodoxia”.

Quanto vale uma empresa? Todo empresário sabe que é o fluxo de caixa trazido a valor presente, regra, aliás, adotada por lei nas avaliações das empresas públicas a serem vendidas no âmbito do Programa Nacional de Desestatização. Uma pergunta frequentemente repetida neste contexto é qual a taxa de desconto relevante para o cálculo do valor presente, e a resposta correta é que deve ser o custo de capital no país, ou a taxa de juros de mercado. Se a taxa de juros aqui é muito mais alta que no resto do mundo, então os fatores de desconto serão maiores e as empresas vão valer menos.

O empresário acima citado não estaria errado se parasse aí. O problema é não perceber por que o custo do capital no Brasil é alto. Não se trata de regime cambial, nem de vontade política, a formação da taxa de

juros obedece a leis econômicas das quais não se pode fugir. Sendo o Brasil uma economia aberta, a taxa de juros aqui dentro *em dólares* tem de ser igual à taxa de juros americana (2,0%) mais o risco país, que anda pela casa de 1000 pontos, como se diz, ou seja, 10%. No total, grosso modo, uns 12% em dólares, talvez menos. O passo seguinte é transformar esta taxa em dólares numa taxa em reais, o que se faz através dos mercados de “swaps” onde se define ou prêmio que, para prazos curtos anda pela casa dos 7% quem sabe mais, dependendo da volatilidade. Ou seja, 12% mais uns 7% o que nos leva mais ou menos nos 19% onde estamos.

Existem, portanto dois fatores principais que fazem os juros brasileiros serem tão diferentes dos juros nos EUA: o risco país, que agrega uns 10%, e a volatilidade do câmbio, que agrega uns 7%.

Esta é a sina de um país que não fez as reformas que deveria ter feito e tem um nível de “classificação de risco” (“Rating”) ruim. Ao caminhar com as reformas e melhorar seu “rating” tudo melhora pois existe uma relação quase linear entre “ratings” e “risco país”. Um país como a Espanha, tem “rating” de boa qualidade – “grau de investimento”, como se diz – e por causa disso, o risco país é de uns 50 pontos, ou 0,5%. Sua taxa de juros em dólares deve andar pela faixa de 2,5%. Sua taxa de câmbio tem paridade fixa com o Euro, ou seja, o “swap” para taxas em dólar e em pesetas (euros) é baratinha, de tal sorte que a taxa de juros na Espanha é inferior a 4%.

A integração europeia ajudou muito a Espanha a atingir um “rating” na faixa de AA ou mais. Parênteses: por isso é útil pensar a sério na ALCA, há 25 anos atrás a Espanha não estava tão diferente de onde estamos hoje. Fecha parênteses.

Pois bem, este “banho de loja” que leva o país a um “rating” de primeira categoria reduz o custo do capital e, em razão disso, representa uma enorme valorização para as empresas do país. Por que será que, de um momento para o outro as empresas espanholas começaram a comprar tanta coisa na América Latina, onde os ativos estavam baratos, e hoje estão mais baratos ainda?

Esses argumentos todos servem para ilustrar o fato de que as empresas brasileiras pagam um preço enorme, em termos de maior custo de capital e menor valor de suas ações, por estarem sediadas num país de “rating” ruim. Se o governo fizesse o seu dever de casa no domínio das reformas que nos levariam a ter um “rating” como o da Espanha, ou como o da Polônia, ou como do Chile, o valor das empresas brasileiras em dólar seria multiplicado, digamos, por 3 ou por 4. Sairíamos da faixa dos US\$ 100 bilhões, para as empresas do IBOVESPA, para a faixa dos US\$ 300 ou US\$ 400 bilhões.

Tendo em vista a perspectiva e a magnitude deste ganho, pessoalmente nunca entendi por que o empresariado nacional não se

esforça para que o governo e os senhores parlamentares façam o que tem de fazer para melhorar o nosso “rating”. Em vez disso a representação empresarial fica encantada com temas como “política industrial” e protecionismo. Uma pena.