

A melhor opção de compra

Olhar Brasil
GAZETA MERCANTIL

13 DEZ 1991

por Jim Rohwer
da The Economist

Existem fortunas a serem feitas no Brasil, para os que tiverem os conhecimentos necessários e o "timing".

Parece ser bastante peculiar que em meio ao caos político reinante no Brasil, neste ano, quantidades significativas de dinheiro estrangeiro tenham começado a fluir para o País pela primeira vez desde 1982. Não são empréstimos bancários: as negociações prosseguem, mas não será concluído qualquer acordo neste ano e, neste meio tempo, o Brasil continua realizando apenas pagamentos parciais em relação à sua dívida externa, de US\$ 121 bilhões. Mas grandes empresas estatais foram autorizadas a procurar dinheiro no exterior. Cerca de US\$ 7 bilhões foram levantados através de "commercial papers" e de emissões em euromoedas por empresas como a Telebrás (a empresa telefônica

estatal), a Petrobras (petróleo) e a Companhia Vale do Rio Doce (mineração). Além disso, os estrangeiros podem agora investir em ações individuais nas bolsas de ações do Rio de Janeiro e de São Paulo, transformando esses mercados na segunda melhor performance do Terceiro Mundo (perdendo apenas para a Argentina). Será que quantias de dinheiro tão elevadas assim estão bem investidas num lugar que se encontra em meio a tanta confusão?

O dinheiro está à procura de valor incontestável. Nenhuma economia com o currículo a longo prazo de crescimento como o Brasil pode deixar de ter muita coisa que a recomende. Mas as empresas brasileiras foram moldadas por um estranho ambiente de política governamental imprevisível e de persistente inflação elevada. Isso criou uma mistura peculiar de empresas e de habilidades dentro de cada uma delas.

A consequência mais ób-

via dos anos de inflação foi a hipertrofia financeira. Entre 1970 e 1985, a participação do setor financeiro no PIB brasileiro duplicou para cerca de 12,5%; como o PIB real duplicou durante esses anos, o setor financeiro passou a ser quatro vezes maior, em termos reais, no final do período do que era no início. Desde então, o setor cresceu relativamente mais.

Ele se expandiu tão depressa porque, em períodos de grande inflação, a intermediação financeira assume uma importância cada vez maior. Na Áustria, perito do final da hiperinflação dos anos 20, havia "bancos" improvisados a cada dois passos. E trata-se de algo que também é lucrativo: é muito difícil que alguém que aceite depósitos perca dinheiro se tiver algum tipo de "float".

Os bancos brasileiros desenvolveram uma grande habilidade. Neste país, cujo tamanho é comparável ao dos Estados Unidos, os cheques normalmente levam apenas um dia para serem liberados. Mas, segundo parâmetros internacionais, os bancos são inefficientes, com excesso de agências e de funcionários. O Bradesco, um grande banco privado, considerado bem administrado, reduziu o total dos seus funcionários, de aproximadamente 140 mil no início dos anos 80, para um total atual de uns 100 mil. Compare-se isso com uma folha de pagamento de 45 mil funcionários no BankAmerica, que tem ativos avaliados em US\$ 112 bilhões, cinco vezes e meia mais do que os US\$ 20 bilhões do Bradesco. E os bancos pertencentes ao governo estão longe de ser tão disciplinados quanto o Bradesco.

O funcionamento interno

das empresas não financeiras também sofreu distorções. Se um diretor financeiro não é cuidadoso, o lucro operacional de um mês pode ser devorado pela inflação de um único dia. Eugênio Staub, de uma empresa de produtos eletrônicos de consumo chamada Gradiente, diz que todas as considerações normais de uma empresa — políticas de pessoal, de tecnologia, de decisões de produção — tornam-se subordinadas às estratégias de 30 a 60 dias para o fluxo de caixa. José Mindlin, que preside a Metal Leve, uma grande fabricante de equipamentos de transporte, diz que a sua

(Continua na página 6)

Brasil

A melhor opção de compra

por Jim Rohwer
do The Economist

(Continuação da 1ª página)



Daniel Dantas

rantia se teria saído melhor se tivesse investido em dinheiro vivo e em ouro.

No entanto, Lemann não se arrepende do investimento feito, nem (mas comprehensivelmente) da aquisição subsequente pelo Garantia da Brahma, a maior empresa de cerveja do Brasil e uma das empresas de melhor performance do País. Apesar da situação incerta da economia brasileira, a Brahma tem planos para investir US\$ 500 milhões para melhorar e expandir a sua capacidade no decorrer dos próximos cinco anos. Este não é um exemplo isolado. O nível geral de confiança na economia brasileira é elevado.

Fuga de capital está estimada em um total de US\$ 60 bilhões

empresa forte. Mas em 1983-90, o Garantia investiu US\$ 220 milhões na Lojas Americanas em fluxo de caixa e em depreciação. As regras contábeis para a indexação dos balanços não eram suficientemente fortes para acompanhar a inflação durante o período. De um ponto de vista financeiro, este investimento — dez vezes o preço de aquisição da empresa — simplesmente desapareceu; o Ga-

sileiros a respeito dos ativos produtivos do seu próprio país?

O motivo paradoxal pode estar no colapso, provocado pela inflação, da eficiência da sinalização dos preços. Quando os preços significam alguma coisa, faz sentido basear as decisões neles. Quando não faz sentido, as decisões são tomadas em função de outras bases — um instinto a respeito do futuro, por exemplo.

Existem vários exemplos disso no Brasil da última década. No início dos anos 80, as empresas brasileiras foram afetadas por um estrangulamento de crédito que se seguiu à crise da dívida externa. Elas rapidamente reduziram as dívidas nos seus balanços e começaram a reestruturar suas operações. Todos os incentivos para fazer isso se evaporaram no estouro dos gastos do governo no período de 1985 a 1990. No entanto, as reestruturações de empresas continuaram

A recuperação poderá vir ao florescente mercado interno

amplamente, mesmo em alguns dos setores mais protegidos.

Omar Carneiro, vice-presidente da Shell Brasil, fornece três exemplos. Em primeiro lugar, o Banco Nacional, um banco familiar, contratou administradores do Citibank e lhes deu carta branca para reformar a operação. O total de funcionários foi drasticamente reduzido, em 60%, de 20 mil para 8 mil, e me-



Omar Carneiro da Cunha

tade das agências foi fechada; atualmente, o Banco Nacional é um dos mais eficientes do Brasil, bem melhor colocado do que os seus concorrentes para se ajustar a um mercado financeiro pós-inflacionário. Em segundo lugar, a Norberto Odebrecht, a quarta maior empresa brasileira de construção, sentindo que o governo não iria dar continuidade ao seu intenso ritmo de obras, passou a maior parte dos anos 80 reduzindo o total dos seus funcionários no Brasil (de 170 mil para 80 mil) e criando alianças no exterior, principalmente na Inglaterra e em Portugal; atualmente, ela emprega 40 mil pessoas fora do Brasil. Em terceiro lugar, a Petrobras, a concorrente da Shell de Omar Carneiro, como ele mesmo diz, modificou-se consideravelmente no decorrer da última década, iniciando "joint ventures", comprando tecnologia estrangeira e procurando atividades fora do seu mercado doméstico, com a finalidade de melhorar sua eficiência.

Nada disso teria acontecido se as empresas estivessem olhando apenas a atual situação do Brasil.

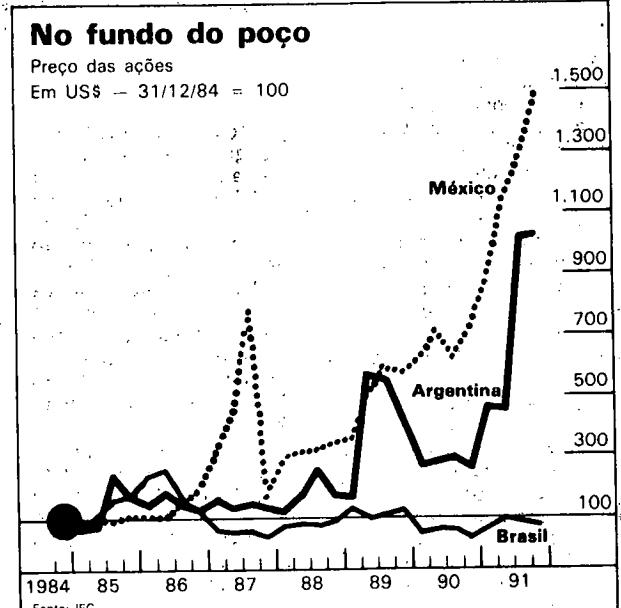
Em vez disso, essas e muitas outras empresas estão se preparando para negócios num Brasil reformado em meados dos anos 90. O trabalho de base já foi realizado em muitas indústrias para fazer com que o Brasil se torne um concorrente de classe mundial: celulose, polpa e papel, mineração, agroempresas, construção. Se o Brasil se recuperar, no entanto, os mais elevados lucros provavelmente virão não das exportações, mas de um enorme e florescente mercado doméstico: nos setores das telecomunicações e do varejo, principalmente.

Isso faz com que o trabalho de um investidor estrangeiro em ações se torne extremamente difícil. O Brasil parece ser tentador. No ano passado, os mercados brasileiros de ações tiveram o pior desempenho do mundo, perdendo dois terços do seu valor. No final de 1990, a relação preço/lucro do Brasil foi de 5,3, a segunda mais baixa do mundo (perdendo para a Argentina). Depois de uma grande recuperação do mercado, neste ano, a relação preço/lucro brasileira continuou sendo de apenas 8,4, a mais baixa do mundo, atrás da Nigéria, da Jordânia e do Zimbábue. Muitas empresas grandes e sólidas estão avaliadas bem abaixo do valor de desmembramento dos seus patrimônios. Isso deve ser um engano, pensam os estrangeiros. Mas, como diz Lemann, "o mercado não é burro, talvez todos esses investidores estrangeiros é que o sejam".

O problema, como explicou Daniel Dantas, que in-

No fundo do poço

Preço das ações
Em US\$ — 31/12/84 = 100



tados Unidos, a diferença entre o valor patrimonial de uma empresa e o de suas ações é pequena. Os direitos legais dos acionistas, a tradição de montar empresas desde o início sobre os investimentos feitos pelos acionistas e o fluxo livre das informações — ajudado por uma regulamentação rígida — mantêm o valor das ações e das empresas bem próximo um do outro.

Na América Latina não é assim. Os acionistas têm poucos direitos legais, a empresa usualmente já existia muito tempo antes de as ações começarem a ser emitidas (e as famílias fundadoras ou os interesses da administração acabam, sendo excessivamente representados) e as informações são escassas. Deter-

minar o valor de uma empresa por meio das suas ações não é fácil.

No Brasil existem duas circunstâncias agravantes. A primeira é a divisão entre os valores das ações e das empresas, criada pela incerteza política, pelos preços instáveis e pela taxa de câmbio instável.

O segundo problema está no tratamento especialmente ruim dado aos acionistas minoritários pelas empresas pertencentes ao Estado, que são responsáveis por boa parte do mercado de ações no Rio de Janeiro. Estas empresas não disfarçam que existem tanto para promover o desenvolvimento social e econômico quanto para ganhar dinheiro. As linhas telefônicas são instaladas onde são consideradas mais necessárias, não onde irão gerar mais dinheiro; a Companhia Vale do Rio Doce construiu uma ferrovia até a gigantesca mina de ferro Carajás, no Nordeste do País, e que ela admite ser bastante injustificada apenas em termos de retorno.

É possível que as baixas relações atuais entre preços e lucros não sejam, na verdade, tão absurdas assim. Como observa Daniel Dantas, porém, assim que o Brasil conseguir dobrar a esquina política, a diferença entre o valor das ações e das empresas deverá diminuir dramaticamente. A combinação de boas empresas e de preços relativamente baratos fará então que o Brasil se torne aquilo que os investidores tanto estão desejando: a melhor opção de compra da América Latina — ou, talvez, até do mundo.