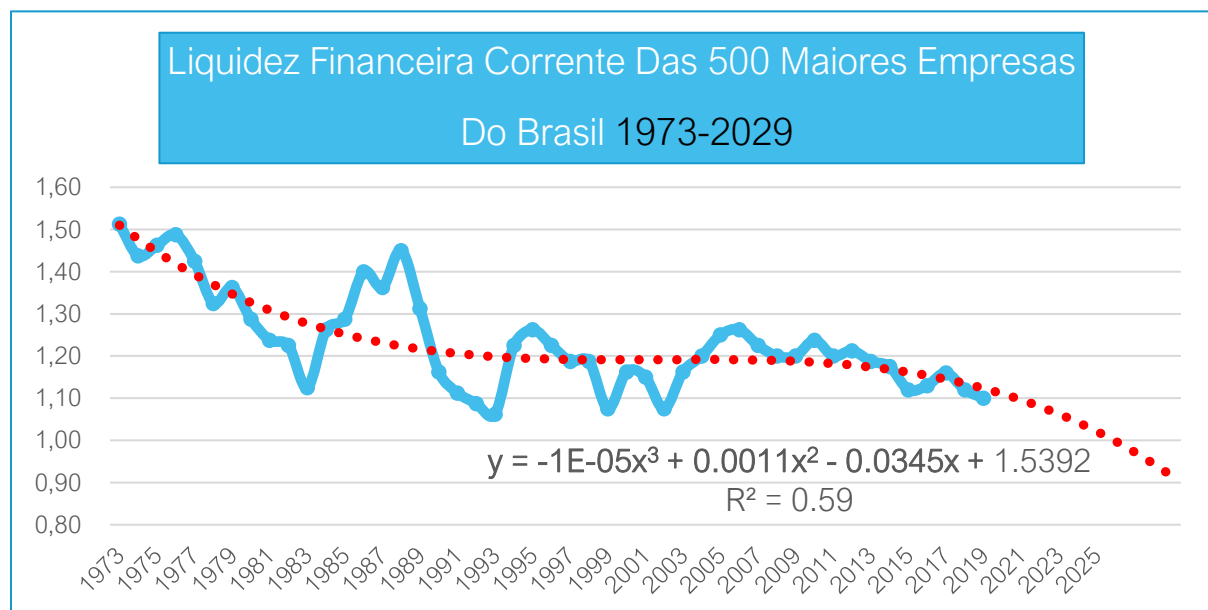


CENTRO DE PESQUISAS EMPRESARIAIS  
Coordenador: Prof. Stephen Kanitz  
Assistente: Leila Lorenzi ([leila@kanitz.com.br](mailto:leila@kanitz.com.br))  
Pesquisa Número 4  
Julho 23, 2020

## Quantas Empresas Das 500 Maiores Já Estão Ilíquidas?

Gráfico 1. 500 Maiores



Resumo: Toda recessão ou redução de atividade econômica pressiona o fluxo de caixa das empresas, compromete a capacidade de honrar dívidas contraídas antes da recessão, e nesse caso antes da Pandemia do Covid-19.

Quantas empresas estarão ilíquidas a partir de Dezembro de 2020?

## Nível de Liquidez Corrente das Empresas

Esse estudo fornece dados inéditos para uma análise independente, que detalha 45 anos de desempenho das maiores empresas do país ao longo do tempo.

Nesse estudo analisaremos a situação financeira a curto prazo dessas maiores empresas do país, que representam 20% do PIB, segmentadas por setor, tamanho e controle societário.

São mais de 23 gráficos que muitas vezes falam por si.

Quem não tiver muito tempo para discutir esse problema, pelo menos dê uma olhada rapidamente nesses gráficos.

O Índice de Liquidez Corrente, que é a divisão do ativo circulante pelas dívidas a curto prazo, mede se uma empresa é capaz de saldar suas dívidas de curto prazo, nesse caso 180 dias.

Obviamente, o ideal é um índice acima de 1,00, que indica, em tese, que a empresa poderá saldar seus compromissos de 180 dias, que ela já possui de ativos necessários.

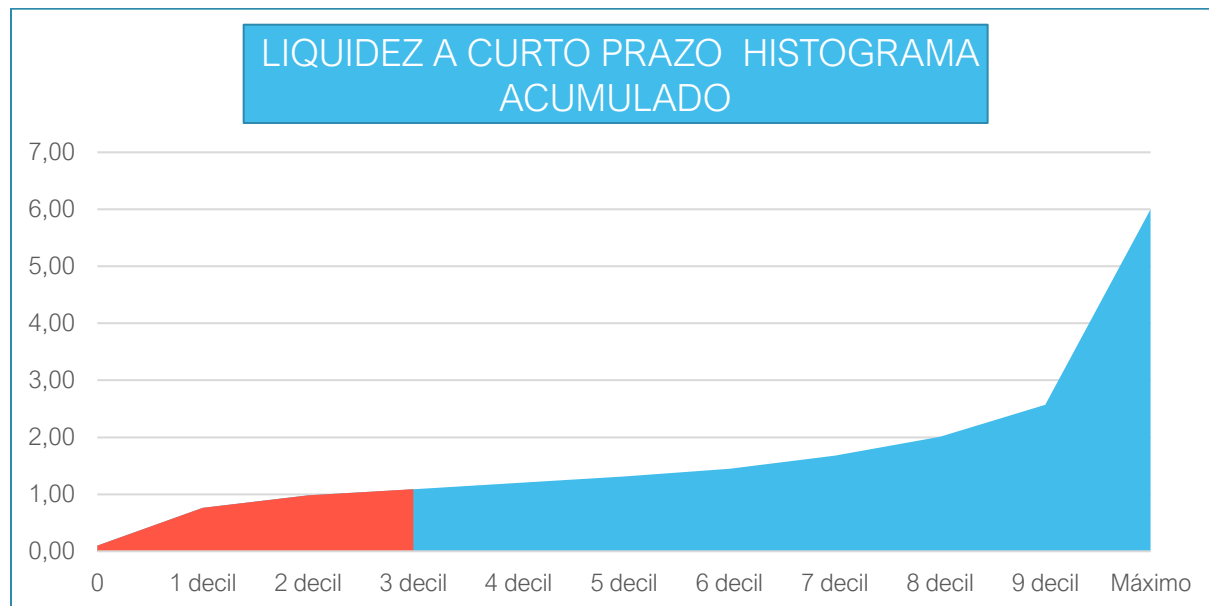
E a cada incremento de 0,16 no índice, significa grosso modo mais um mês de folga financeira.

Índices de 2,0 significariam 360 dias de folga financeira.

Numa economia atuante esse índice permanece constante, mas numa parada abrupta como essa a partir de março, a teoria diz que esse indicador cairá mensalmente.

Estamos supondo que esses índices se mantiveram iguais até março de 2020, e 180 dias significam problemas a partir de dezembro, para as empresas com valores abaixo de 1.

Gráfico 2. Histograma



Esse gráfico é o mais importante desse estudo.

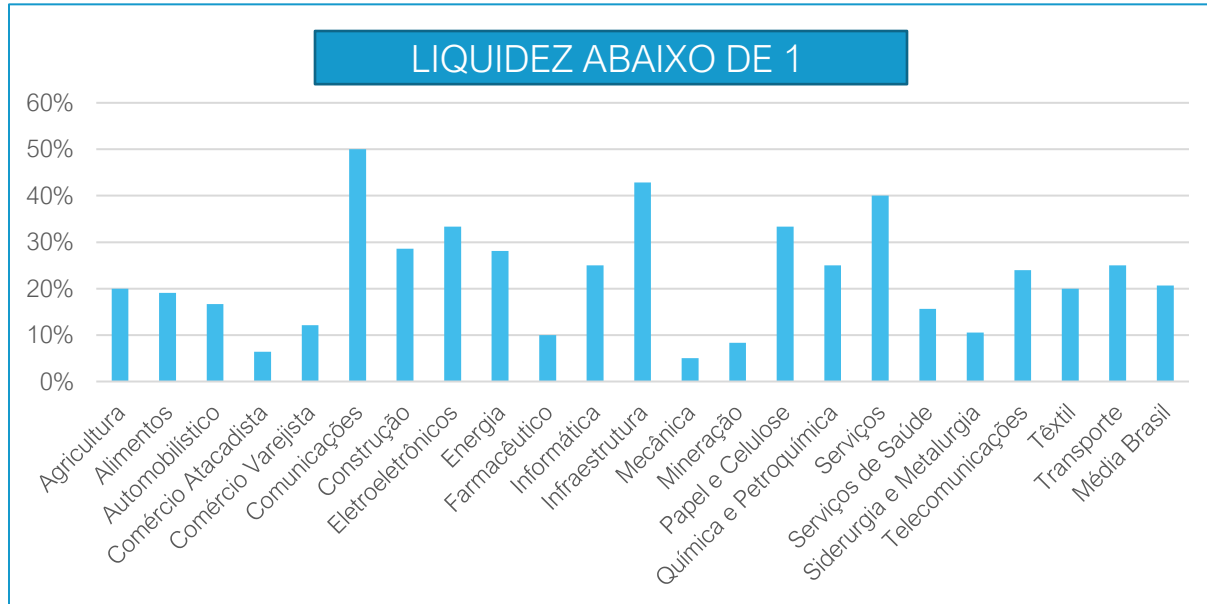
Pelo Gráfico 2, 30% das 500 maiores empresas brasileiras não irão honrar seus compromissos a curto prazo a partir de Dezembro de 2020.

Pelo mesmo gráfico, 80% não poderão mais cumprir seus compromissos a partir de março de 2021.

E seguindo o Gráfico 2:

- 40% estarão ilíquidas a partir de outubro
- 50% estarão ilíquidas a partir de novembro
- 62% estarão ilíquidas a partir de dezembro
- 68% estarão ilíquidas a partir de janeiro
- 70% estarão ilíquidas a partir de fevereiro

Gráfico 3. Ilíquidez Por Setor da Economia



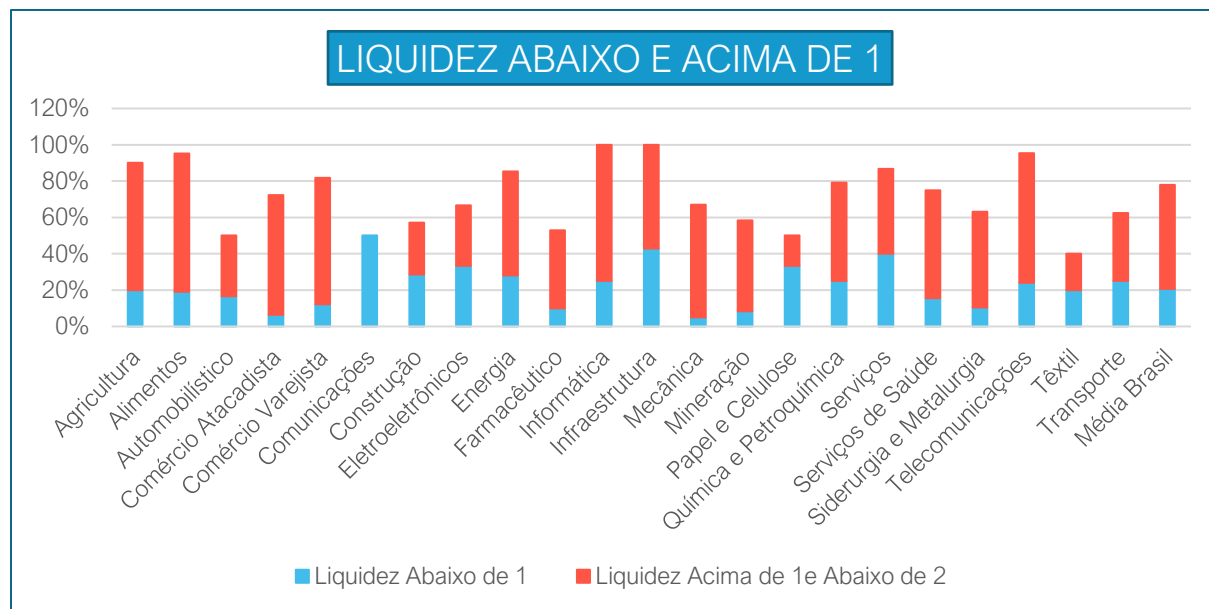
A partir de dezembro essas serão as porcentagens de empresas por setor que terão problemas. Serviços, Infraestrutura e Comunicações, se destacam.

Em termos de política econômica, dar um tratamento igual a todos os setores seria justo, mas não econômico.

Não temos tantos recursos governamentais para dar uma ajuda generalizada, por isso uma política econômica setorial é recomendada, como já foi beneficiada a Aviação, mas esses são simplesmente um caso extremo.

A partir de dezembro de 2020 teremos muitos outros setores com problemas, mesmo com uma recuperação.

Gráfico 4. Ilíquidez a Partir de Dezembro



Esse gráfico mostra a possível situação em dezembro, onde muitos mais setores se complicarão, e dependerão do nível de recuperação e controle de despesas administrativas e de pessoal.

É isso que o Índice de Liquidez Corrente indica, mostrando que a situação brasileira é muito mais grave do que os números de falências e recuperações judiciais demonstram.

Estamos ainda na fase da “boa vontade de ambas as partes”, muitas dívidas de curto prazo, como aluguéis, estão sendo renegociadas e postergadas.

Mas, até quando?

“Algo” precisa ser feito já, para que essa crise financeira não desemboque justamente quando a economia poderia novamente alçar voo.

## Nível de Liquidez Corrente de 1973 Até 2029

O Gráfico 1, que encabeça esse estudo, retrata a evolução do Índice de Liquidez Corrente desde 1973, quando começamos a pesquisar as 500 maiores empresas desse país.

Grosso modo, as empresas brasileiras reduziram os seus níveis de segurança de 270 dias para 180 dias ao longo desses anos.

De 1973 até 1983, durante o governo militar, a liquidez de curto prazo rapidamente se deteriorou, justamente quando o Brasil se endividava externa e internamente.

Uma administração financeira prudente deveria ter aumentado as reservas financeiras, para poder honrar essas novas obrigações financeiras, pois as empresas estavam se tornando mais “frágeis” financeiramente.

Por várias razões, fizemos o contrário. Como é conhecido, as empresas brasileiras não dispõem de Capital de Giro Próprio o suficiente para imprimir o crescimento da demanda de seus produtos.

Isso será assunto de outro Estudo, mas todo empresário conhece o paradoxo “lucros sem fluxo de caixa correspondente”, que é negativo em épocas de crescimento como naquela época.

Tornamos de 1973 a 1983 as nossas empresas mais vulneráveis, ou menos “antifrágeis”, quando deveríamos ter adotado a estratégia financeira de aumentarmos nossa liquidez a curto prazo, para justamente sermos menos vulneráveis.

Tanto que tudo isso irá desembocar na grave crise da dívida externa de 1984 em diante, culminando com a Moratória da Dívida e duas décadas perdidas.

Com o Plano Cruzado e uma redução temporária da inflação, as empresas passaram a ter “*benchmarks*” mais saudáveis de 1,50 para a Liquidez Corrente.

Com a volta da inflação, manter dinheiro aplicado em títulos do governo, e manter um capital de giro negativo diante de fornecedores, era uma estratégia muito utilizada pelas 500 maiores empresas.

Era numa época em que a maioria dos administradores financeiros eram formados em economia e engenharia, não em administração.

Muitas empresas, como supermercados e comércio, passaram a ganhar nas diferenças da inflação e não nas suas operações, a Aracruz, Sadia e Votorantim foram os casos mais recentes.

Com o Plano Real, as empresas voltaram a manter reservas financeiras, “antifrágeis”.

Durante os Governos Lula e Dilma tivemos lenta deterioração, especialmente na recessão Dilma.

As empresas usaram suas reservas financeiras e capital de giro próprio para saldar dívidas e manter pessoal, apesar da queda gigantesca do PIB.

A Pandemia Covid-19 aparece justamente quando as 500 maiores empresas brasileiras se encontram no estado mais vulnerável da sua história.

E a tendência para os próximos 10 anos, em termos de séries históricas, não é favorável.

De 2020 a 2030 deveríamos criar políticas econômicas para a recuperação dessa fragilidade:

1. Recompôr as reservas perdidas para o Covid-19.
2. Compôr reservas mais do que suficientes para futuras instabilidades, onde as empresas brasileiras sempre estiveram abaixo do par.
3. Criar reservas de capital de giro para financiar um crescimento futuro.

Em outro Estudo apontaremos como a falta de Capital de Giro Próprio tem atrasado nossa recuperação econômica depois dos desarranjos e recessão causados pelo Governo Dilma.

Contra esses três pontos temos a grande possibilidade de termos essa recuperação de vulnerabilidade agravada pela:

1. Reforma Tributária que contempla a CPMF, justamente sobre transações e reservas financeiras.
2. Taxação de Dividendos.

Empresas familiares, que mantêm reservas financeiras na pessoa jurídica, irão transferir essas reservas antes da efetiva taxaçoão de dividendos, o que poderá levar mais cinco anos para recompôr os dividendos distribuídos e superavaliados, provavelmente.

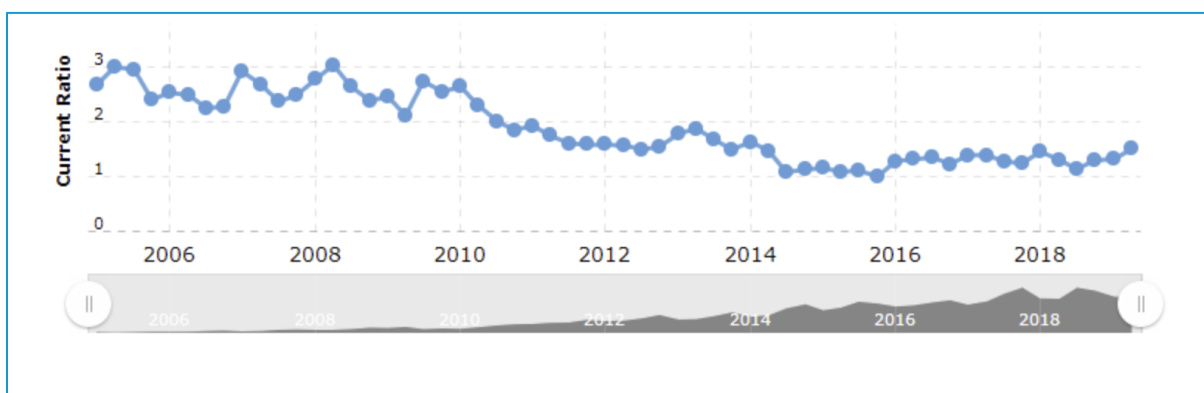
Por isso, acreditamos que analisar as 500 maiores empresas que produzem 20% do PIB, até mês a mês, deveria ser institucionalizado para um bom acompanhamento macroeconômico, e mesmo antes de Reformas de todos os tipos.

Nos próximos 10 anos o que se deveria esperar em empresas bem administradas seria um aumento desse nível de segurança diante de um ambiente de negócios cada vez mais complexo e volátil.

Só nessas primeiras duas décadas desse século tivemos a Guerra do Iraque, o Crash de 2008 e a Pandemia de 2020.

### Gráfico 5. USA

#### LIQUIDEZ CORRENTE EM EMPRESAS NORTE-AMERICANAS



A deterioração da antifragilidade das empresas é também um fenômeno americano, onde passaram de 3,00 para 1,00 em menos de 10 anos, e de lá para cá houve uma certa melhoria para 1,50, bem acima da média brasileira.

Quantas empresas estão hoje ilíquidas, incapazes de pagarem suas dívidas a vencer nos próximos seis meses?

Passados seis meses da pandemia, quantas empresas já indicam sinais de iliquidez, e possível insolvência empresarial?

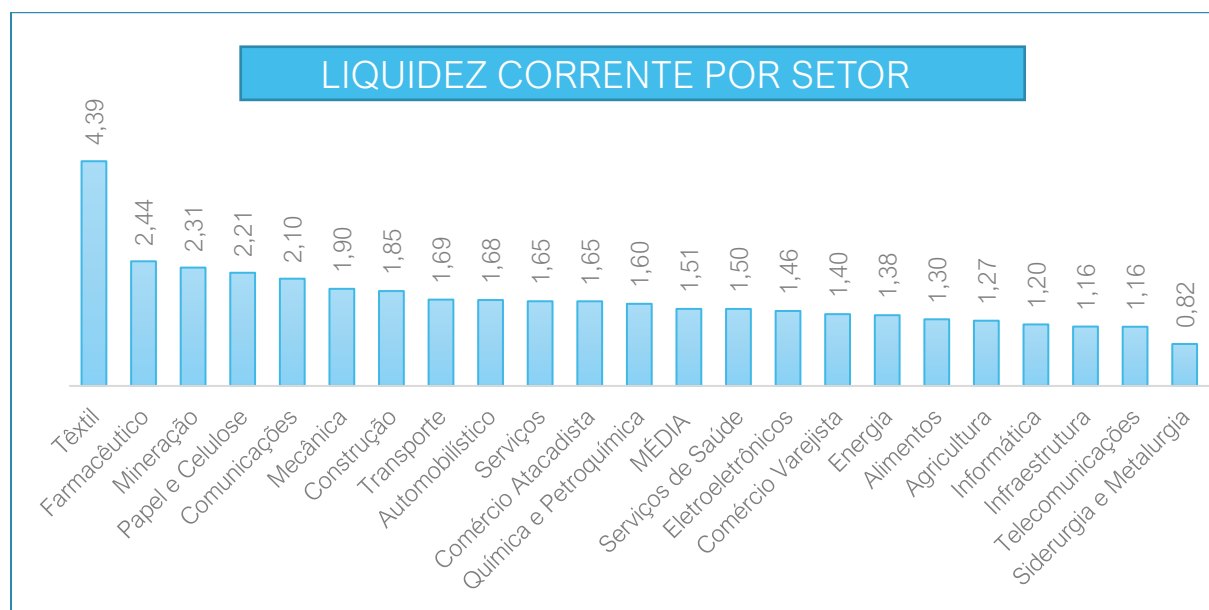
Um índice acima de 1,00 significa que em 31.12.2019 a empresa possuía recursos financeiros iguais ou superiores às dívidas de seis meses, já contraídas em 31.12.2019.

E, portanto, deveriam estar financeiramente solventes seis meses depois.



Devemos adiantar que esse indicador não é perfeito, mas é o que temos, suficiente para fazermos comparações, e identificar os setores da economia mais antifrágeis, e os mais ilíquidos.

Gráfico 6. Por Setor



Esse gráfico mostra os valores médios das empresas por setor. O setor têxtil, como exemplo, estava na melhor situação em 31.12.2019. O setor de Siderurgia já estava com problemas nesse período, mais de 50% das empresas já estavam ilíquidas, já que a média é abaixo de 1,00.

Na média, a Liquidez Corrente das 500 maiores empresas desse país, que representam 20% do PIB, era de 1,47.

Tinham 50% de sobra de liquidez sobre dívidas nos próximos seis meses.

Na média, nossas 500 maiores têm ainda três meses de caixa para pagar as dívidas acima de 180 dias.

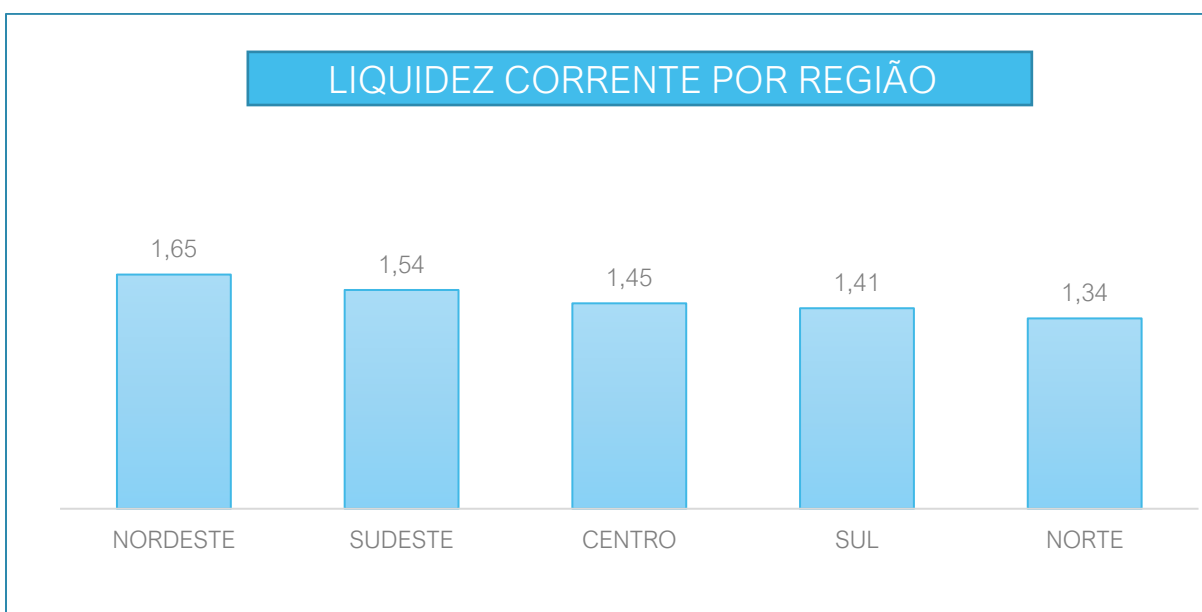
Os setores de Informática, Infraestrutura, Agricultura e Siderurgia, menos.

De imediato, esses seriam os setores mais preocupantes para o BNDES e o Ministério da Economia se prepararem imediatamente.

Gráfico 7. Comparativo com empresas americanas, coletado pela Dun & Bradstreet

	USA	Brasil
Agricultura	1,31	1,23
Automobilístico	1,23	1,3
Comércio Atacadista	1,5	1,65
Comércio Varejista	1,9	1,4
Construção	1,44	1,85
Mecânica	1,54	1,9
Mineração	1,19	2,31
Química e Petroquímica	1,54	1,6
Serviços	1,29	1,65
Telecomunicações	1,3	1,16
Têxtil	1,5	4,39
Média USA	1,42	1,61

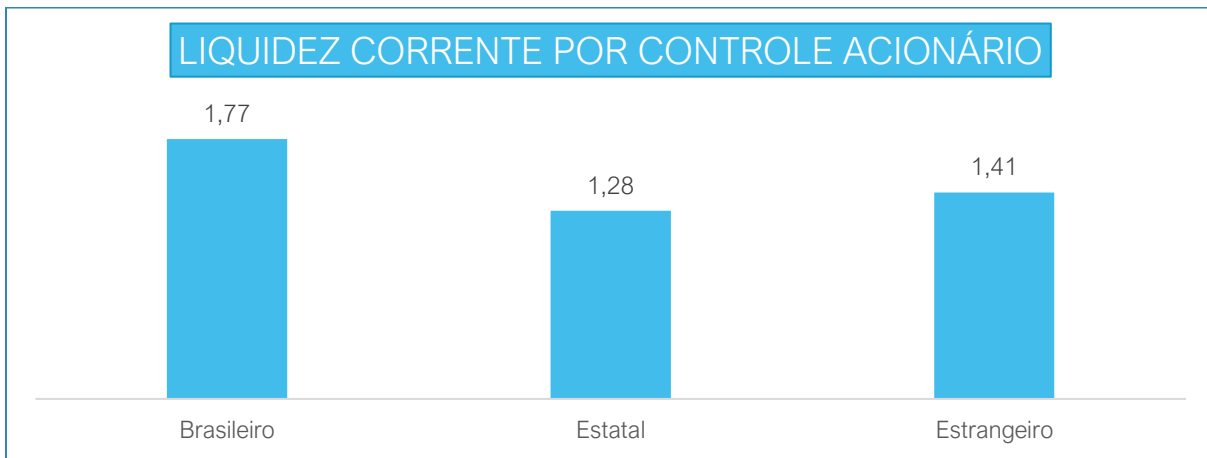
Gráfico 8. Por Região



As empresas do Nordeste estão melhores do que as empresas do Sul, por exemplo, sendo o Norte mais crítico com menos de dois meses de sobra.

Vale a pena ressaltar que esses indicadores dependem de uma análise individual de queda da atividade, e o compromisso social de se manter custos variáveis como mão de obra em fixos, aumentando assim os compromissos financeiros.

Gráfico 9. Controle Acionário



Mostra que as empresas estatizadas estão em situação mais crítica do que as empresas não estatizadas.

Empresas estatizadas têm muito menos flexibilidade de ação quando estão fragilizadas, devido a inúmeras restrições administrativas e capacidade de negociação e autonomia.

Gráfico 10. Nacionais e Estrangeiras

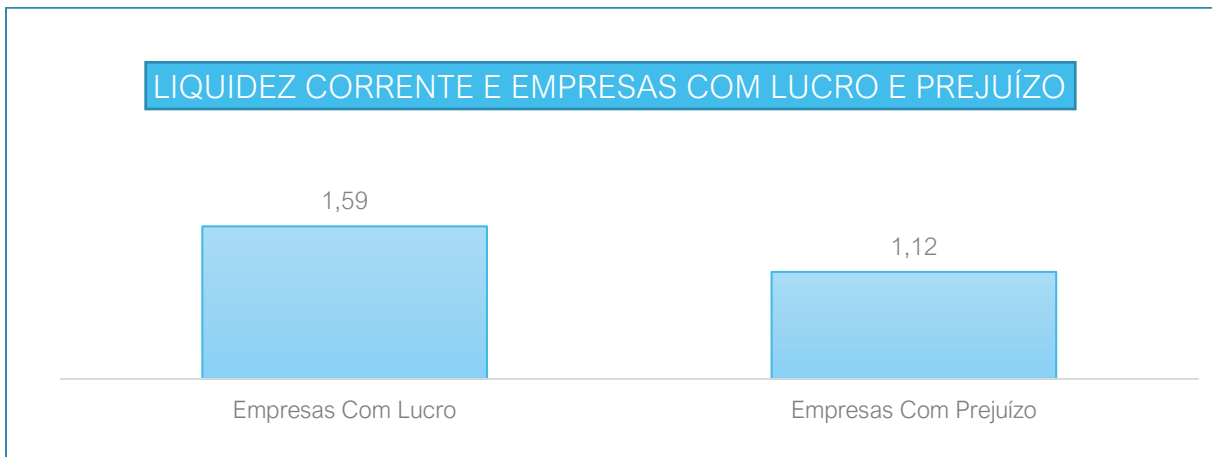


Por acharem que possuem apoio da matriz, muitos administradores financeiros de empresas estrangeiras se mantêm em estado mais frágil do que as empresas nacionais.

Isso é um erro desses administradores, como agora estão percebendo, quando as próprias matrizes também estão com problemas e requisitando que capital de giro próprio seja transferido para a matriz.

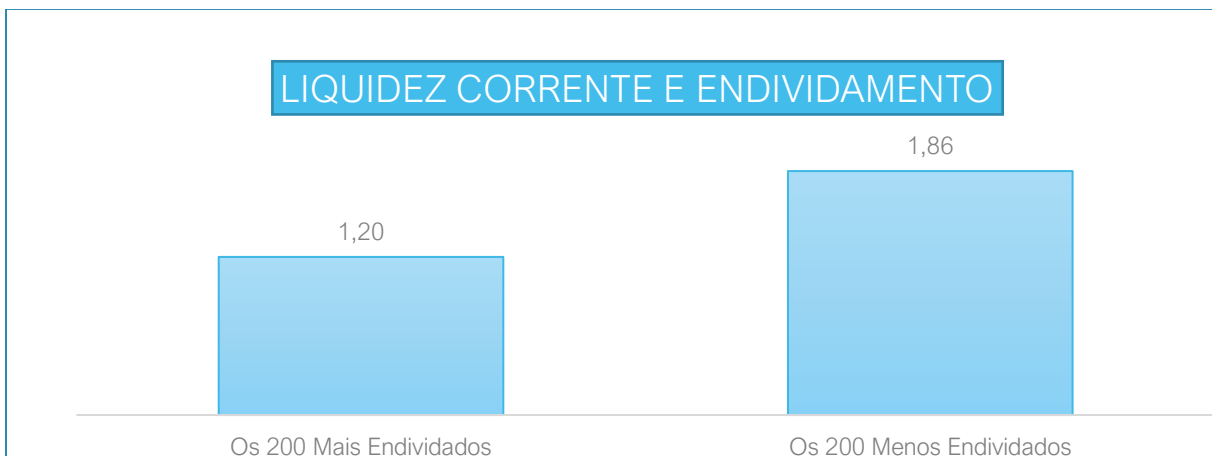
Perdemos US\$ 30 bilhões nesse sentido no primeiro semestre, e essa lição precisa ser lembrada nas disciplinas ensinadas de História da Administração Brasileira.

Gráfico 11. Prejuízos



Como seria de se esperar, empresas com prejuízo em 31.12.2019, estão numa situação de maior fragilidade, com menos de 28 dias de liquidez de sobra.

Gráfico 12. Endividamento



Da mesma forma, as empresas mais endividadas, justamente aquelas que deveriam ter reservas de curto prazo mais substanciais, estão em situação mais crítica.

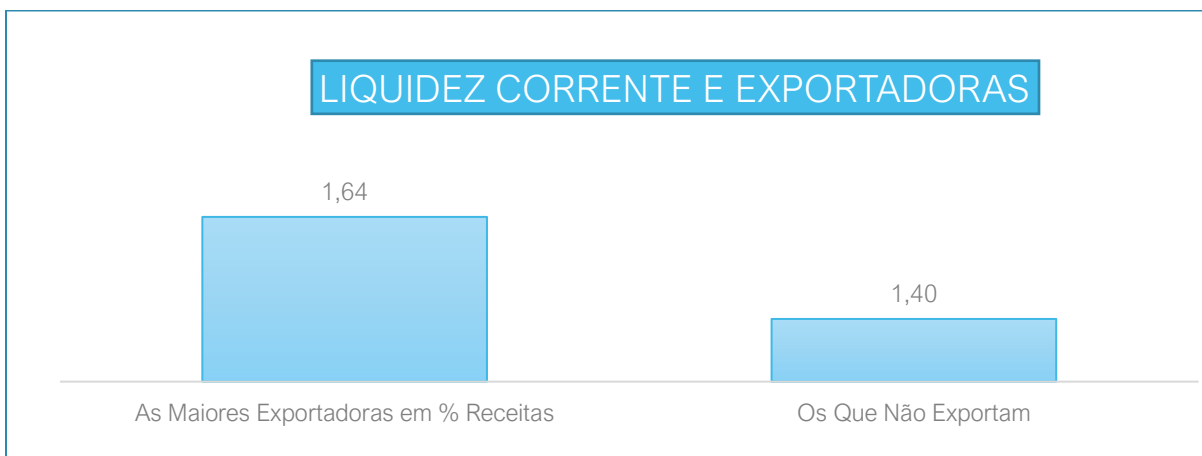
De fato, pouco se ensina nos nossos cursos de Administração Financeira, o conceito de Limites de Endividamento, um curso essencial e que nos custou duas décadas perdidas em 1980, com a crise da Dívida Externa.

Para quem não se lembra, Ministros da Fazenda contraíram dívidas imensas em moeda forte, sem criar Reservas Financeiras na mesma moeda, mais ou menos como mostra o gráfico acima.

Foi somente no Governo Lula, com Henrique Meirelles no Banco Central, ex banqueiro, que passamos a adotar uma medida antifrágil de termos Reservas Internacionais, com um Índice de Liquidez Corrente próximo de 3,00.

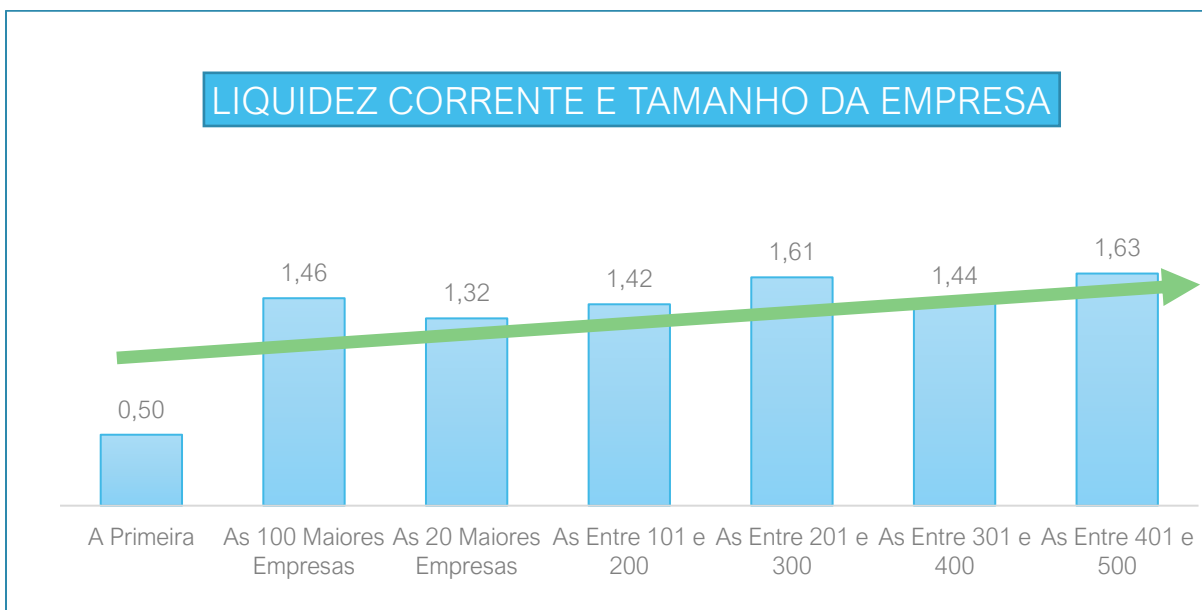
Precisamos ensinar nas nossas escolas de administração e economia o conceito de limites de endividamento e medidas preventivas de lidar com cisnes negros, muitos previsíveis.

Gráfico 13. Exportadoras



Por razões que não nos são imediatamente óbvias, as empresas que mais exportam são menos frágeis do que as que não exportam, provavelmente pela preocupação com as constantes variações da taxa de câmbio, que no Brasil flutua mais do que a inflação.

Gráfico 14. Enorme dispersão entre empresas de mesmo tamanho



O que se esperaria de um sistema que premia empresas grandes e mais eficientes é que as maiores empresas fossem as menos frágeis, e as pequenas mais frágeis por definição.

Nesse caso, a maior empresa do país em vez de demonstrar força financeira, segurança de continuidade, possuir capital de giro de sobra, ser portanto antifrágil, não ocorre.

Em vez da Petrobras ser um porto seguro para seus fornecedores pagando em dia, ela foi a primeira a preocupar, imaginem, seus fornecedores.

Ela começou o período de Pandemia sem ter a capacidade de pagar seus fornecedores nos próximos 180 dias, mas somente 90 dias para sermos exatos.

Mas isso ocorre com todas as grandes empresas desse país, embora de forma menos acentuada.

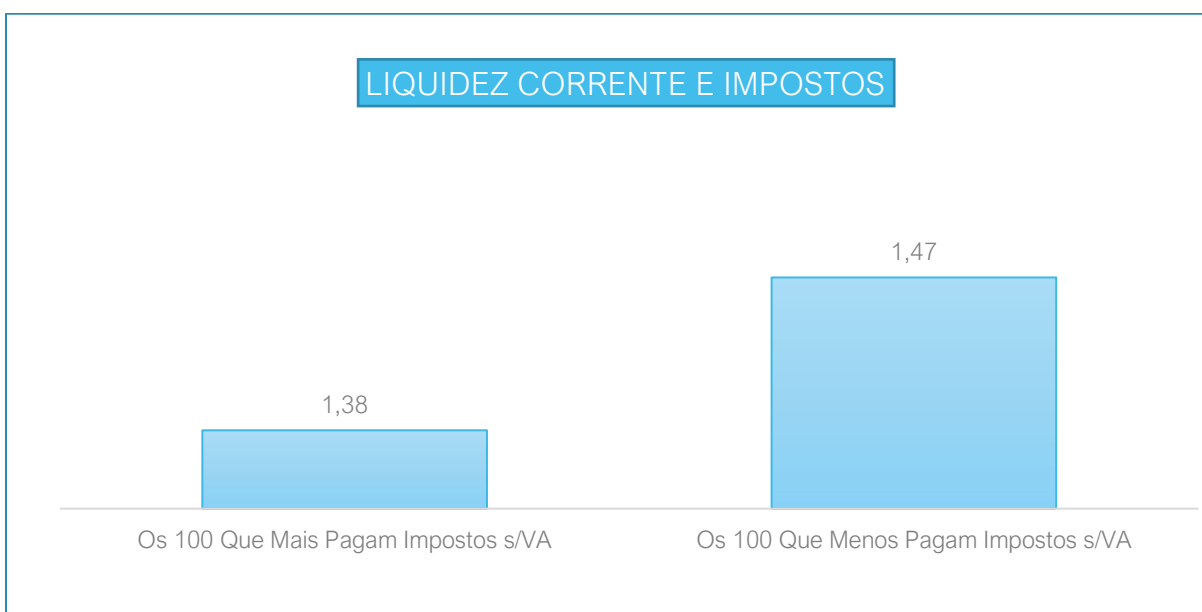
As maiores, por grupos de 100, são ligeiramente mais frágeis do que as seguintes, quando se esperaria o contrário.

Sabemos de pesquisas anteriores, que as maiores empresas extraem capital de giro próprio de seus fornecedores, exigindo prazos de pagamento oligopolistas de 120 a 180 dias, claramente um abuso de poder econômico, e claramente antieconômico.

As grandes empresas podem captar *Comercial Papers* a taxas muito mais baratas do que desconto de duplicatas como fazem seus fornecedores.

O certo seria as grandes empresas financiarem seus fornecedores e não vice-versa, ganhando alguma receita de juro na arbitragem.

Gráfico 15. Impostos

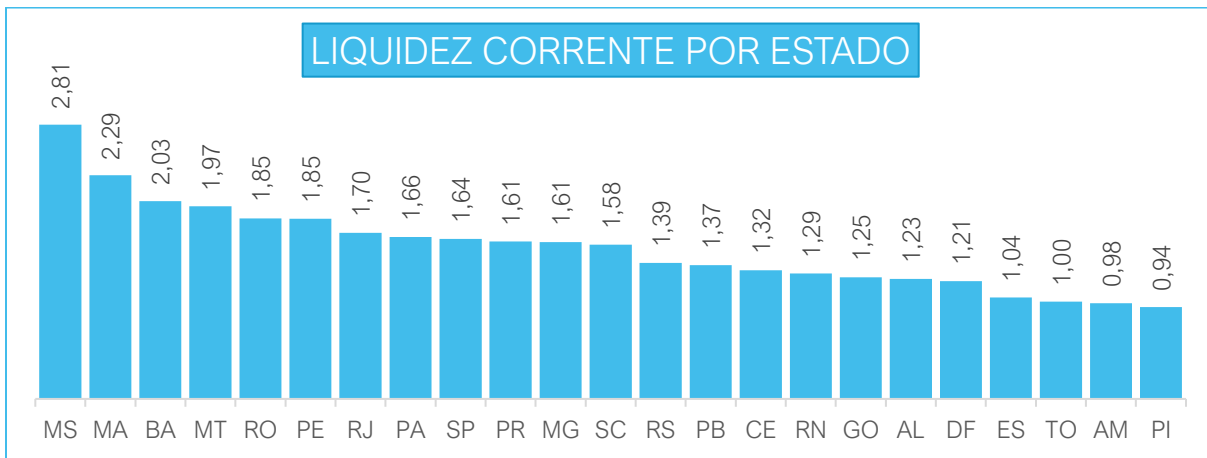


Um dos maiores abusos econômicos que as empresas brasileiras enfrentam é a exigência do Estado de pagamento de impostos com prazos médios de 2 a 20 dias, sugando capital de giro próprio das empresas inclusive das maiores, as que mais pagam impostos.

As que possuem maiores cargas tributárias sobre valor adicionado, acabam sendo mais frágeis financeiramente, do que as empresas com baixas cargas tributárias.

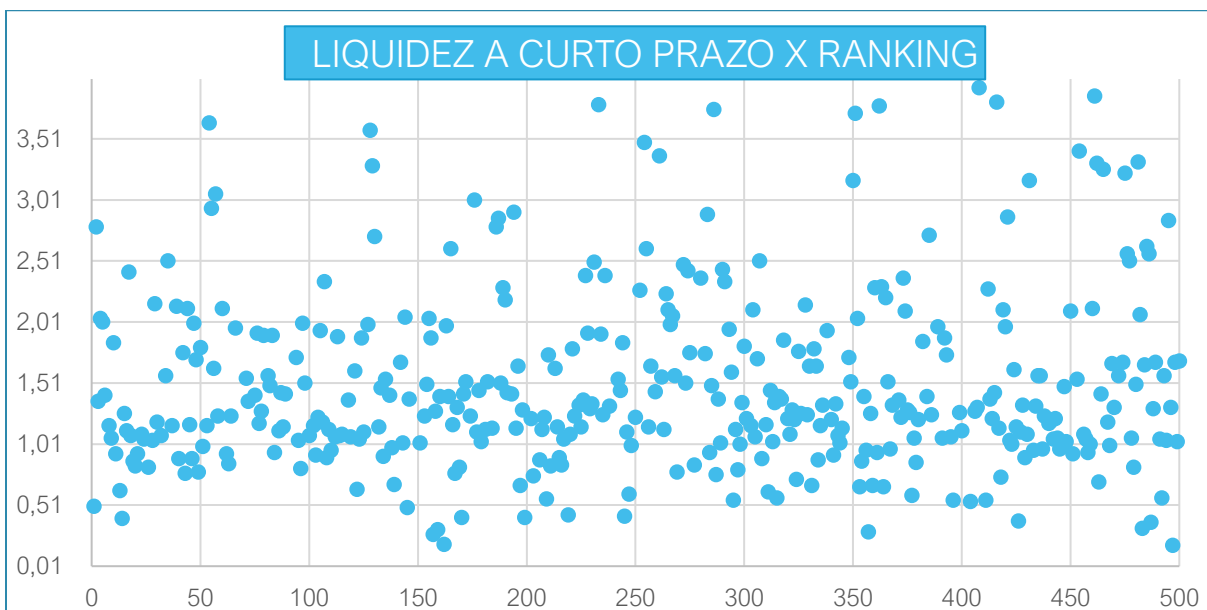
Mais uma razão para aumentarmos prazos de pagamento de impostos, fim da substituição tributária, por que precisamos empresas mais fortes do que o governo e não vice-versa.

Gráfico 16. Por Estado



Esse gráfico alerta Governadores e o Governo Federal, quais os Estados que terão problemas imediatos, e quais ainda têm algum fôlego, como o Mato Grosso do Sul.

Gráfico 17. Dispersão





A dispersão vai de 0,51 a 3,51 em quase cada tamanho de empresa, bem maior do que se esperaria mesmo de setores diferentes, porque fragilidade é independente do setor e mais dependente de endividamento.

Essa disparidade advém da falta de *benchmarks*, e cursos de Administração Financeira mal elaborados para a realidade brasileira.

### Políticas Econômicas Necessárias

- A. Pesquisas trimestrais dos demonstrativos financeiros das 500 ou mais empresas precisam ser institucionalizadas e acompanhadas com mais afinco pelos formuladores de políticas econômicas, como o Banco Central e Ministério da Economia. Nos relatórios do COPOM, fica evidente que dados como Capital de Giro Próprio das Empresas, Liquidez Corrente, Endividamento das Empresas, não são analisados antes de se decidir a taxa de juros.
- B. As maiores empresas são mais frágeis do que as menores, um contrassenso. Isso porque muitas querem minimizar Capital de Giro Próprio, obtendo-o de fornecedores menores, com Prazos de Pagamento abusivos. O BNDES aos dar subsídios a empresas favorecidas, deveria exigir algumas contrapartidas, como essa.
- C. Inclusive o Congresso e o Ministério de Economia, ao legislar e dispensar incentivos fiscais a grandes empresas ou empresas campeãs, nesse sentido.
- D. Mais do que uma Reforma Tributária, as empresas precisam de prazos de pagamento de impostos compatíveis com seus ciclos operacionais. Um próximo estudo determinará “*benchmarks*” para Prazos de Crédito e Prazos de Pagamento.
- E. *Moral Suasion* por parte de autoridades econômicas como Banco Central e Ministérios econômicos, tem tido sucesso limitado, como é de se esperar. Mas lembrado sistematicamente, certamente restringirá a tendência das grandes empresas fragilizarem seus fornecedores.
- F. Da mesma forma, *Moral Suasion* ocasional obrigar Multinacionais a terem níveis de Índice de Liquidez Corrente semelhantes ou até maiores do que suas holdings em países menos frágeis.

- G. Pela enorme dispersão dos Índices de Liquidez Corrente, percebe-se que as próprias empresas não têm uma ideia precisa de quais os *benchmarks* para esse índice, o que ajudaria a demonstrar que está acima e abaixo do normal.
- H. Nossos cursos de Administração Financeira, estão mais voltados ao setor Bancário e Hedge Funds, (Insper e Economia da FGV) do que Indústria, Serviços e Comércio, onde adequação da Liquidez seria ensinado. Isso pode ser modificado nas inúmeras Universidades Federais e Estaduais que o governo dispõe ao seu comando.

### Conclusões

Nos próximos 15 anos o que se deveria esperar em empresas bem administradas seria um aumento do nível de segurança financeira, superiores aos *benchmarks* americanos apontados nesse Estudo, diante de um ambiente de negócios cada vez mais complexo e volátil.