

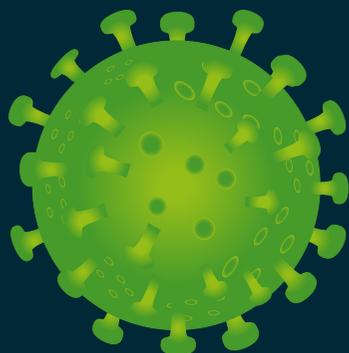
O Brasil Pós Crise

“Agir, eis a inteligência verdadeira. Serei o que quiser. Mas tenho que querer o que for. O êxito está em ter êxito.”

Fernando Pessoa. Livro do Desassossego, 1982.

O mundo mudou, o mercado mudou e todos terão que se adaptar ao novo normal e minimizar os riscos que o medo indica. As incertezas fazem parte desse nosso mundo e, como sempre, deverão continuar a existir. No entanto, a resiliência, a adaptabilidade e a inovação são os mais fortes aliados na nova jornada.

O momento exige a ação dos agentes econômicos e lideranças propositivas com ênfase na aceleração de processos disruptivos e na sobrevivência econômico-financeira diante da transição. A busca de liquidez para as necessidades de capital de giro, observado o choque, devem se combinar com os investimentos em novos modelos de negócios que tragam competitividade às corporações.



As expectativas atuais para diversas variáveis econômicas refletem um aumento na dispersão dos números para 2020. No entanto, para os próximos anos, as expectativas se mostram relativamente otimistas com algumas variáveis voltando ao comportamento esperado antes da crise, não necessariamente ao mesmo patamar.

Nessa trajetória mundial o Brasil pode encontrar muitas oportunidades realistas para protagonizar avanços que outrora ficaram restritos ao atraso tecnológico, sem esquecer do contexto político-institucional que precisa ser aprimorado.

O Equilíbrio do balanço de pagamentos com foco na cobertura oferecida pelo saldo comercial, que vem se mantendo mesmo com a oscilação relativa à crise de algumas *commodities*, tem mostrado pistas para os novos caminhos. No novo mundo, *commodities* agrícolas, minerais, financeiras e ambientais, citando na sequência a soja e o café, minério de ferro, o real, e finalizando com os créditos de carbono e a água, abrem a visão para a posição do Brasil no mundo.

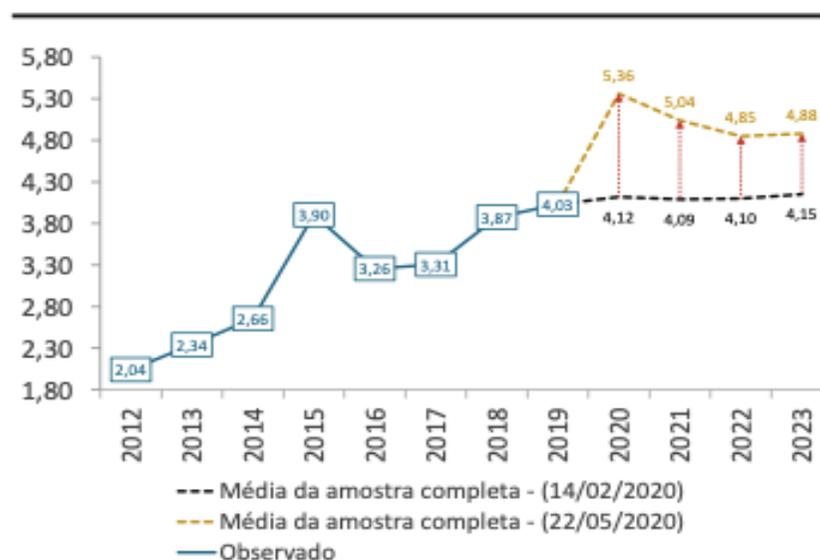


Balanço de Pagamentos

A análise do balanço de pagamentos do país será feita em suas duas contas principais: conta corrente e a conta capital e financeira. A conta capital e financeira tem como objetivo agrupar os investimentos, poupanças e transações financeiras entre o país e o exterior. A conta corrente registra entradas e saídas de capital advindas do comércio de bens e serviços, na qual é registrada, também, o resultado da balança comercial. Anteriormente à pandemia, as expectativas quanto à de câmbio real/dólar oscilavam em uma estabilidade entre R\$ 4,10 e R\$ 4,20. Agora, segundo expectativas divulgadas pelo IPEA e Focus-BCB, projetam um câmbio entre R\$ 5,30 e R\$ 5,40 para o final de 2020, com tendências decrescentes para os próximos anos.

Segundo o MDIC, na 1ª semana de Junho de 2020, a balança comercial registrou superávit de US\$ 1,787 bilhão e corrente de comércio de US\$ 6,626 bilhões, resultado de exportações no valor de US\$ 4,207 bilhões e importações de US\$ 2,419 bilhões. No ano, as exportações totalizam US\$ 88,724 bilhões e as importações, US\$ 71,365 bilhões, com saldo positivo de US\$ 17,359 bilhões e corrente de comércio de US\$ 160,089 bilhões.

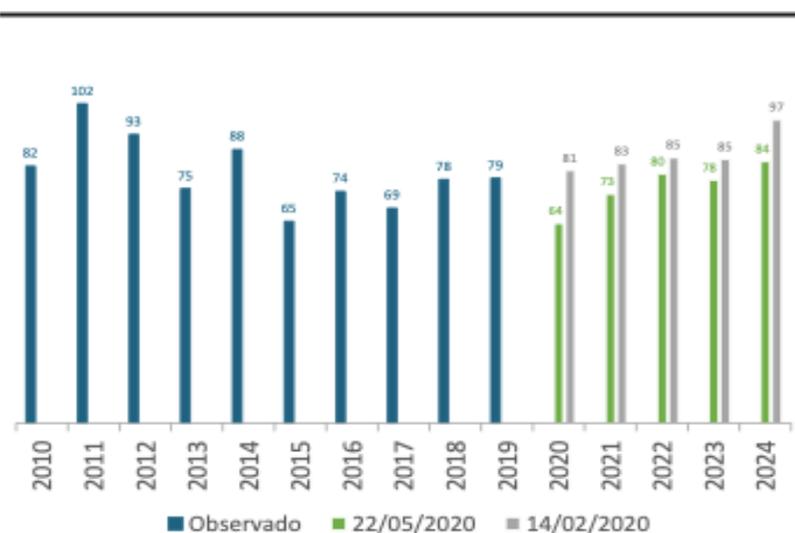
Expectativas para a taxa de câmbio real/dólar: fim do ano¹
(Em R\$)



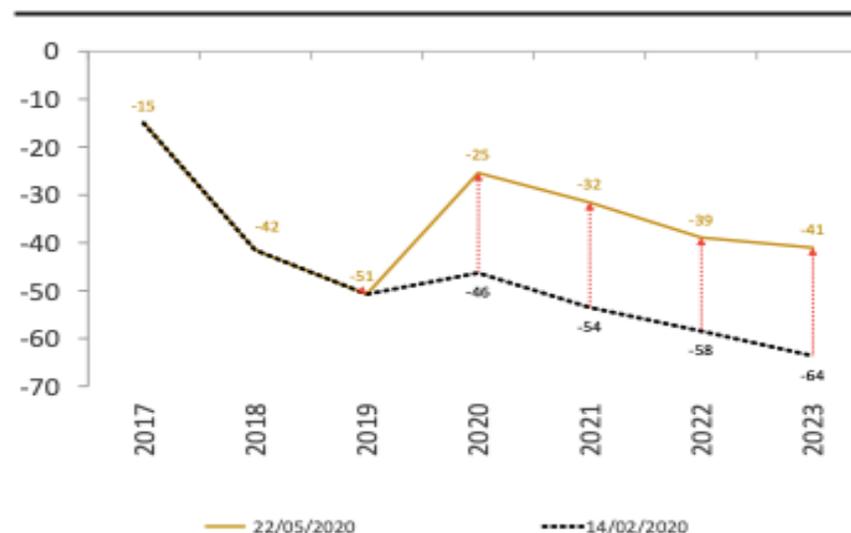
Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado/BCB. Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

Apesar do superávit na balança comercial em 2019, com saldo de US\$ 46 bilhões, o Brasil terminou 2019 com déficit de US\$ 50,762 bilhões na conta corrente do balanço de pagamentos. Porém, o déficit esperado na conta corrente vem reduzindo com as expectativas de o saldo na balança comercial ficar ligeiramente acima de 2019. No tocante aos investimentos na conta financeira, espera-se uma queda em 2020 da ordem de US\$ 10 bilhões nos investimentos. Para os próximos anos, as previsões estão abaixo do previsto antes da pandemia, mas o mercado considera a retomada dos investimentos e crescimento até 2022. O ambiente Politico-Institucional também precisa se estabilizar, como premissa.

Balanço de pagamentos: expectativas para investimento direto no país
(Em US\$ bilhões)



Expectativas para a conta-corrente do balanço de pagamentos
(Em US\$ bilhões)



Um dos principais indicadores de antecipação das expectativas da economia brasileira é o Ibovespa. O índice da Bolsa de Valores Brasileira traz como parâmetro os resultados esperados das grandes corporações listadas, com valor de Mercado da maioria dos títulos de renda variável no Brasil. Hoje, o Ibovespa concentra um valor de mercado de US\$ 675 bilhões e o mercado das empresas listadas na B3, bolsa brasileira, de US\$ 807 bilhões. O indicador que representa a média de desempenho das principais ações negociadas na bolsa passou por uma sequência de sete pregões em alta na última semana em meio à euforia dos mercados mundiais com a reabertura das economias e anúncios de vários avanços nas pesquisas sobre a vacina contra a Covid-19.

O índice que fechou 2019 com 115.645 pontos, atingiu o “fundo do poço” em 2020, com a



crise da Covid-19, em 23 de março, chegando aos 63.569 pontos. Na última sexta-feira, dia 12/06, índice se recuperou e chegou a 94.677 pontos, fechando em 92.795 pontos ao final do dia.

A retomada da economia apresenta fortes indícios de retorno do índice aos patamares do início do ano. A gestão da crise sanitária que apresenta uma mitigação dos riscos de reincidência da Covid-19 será o termômetro da recuperação da atividade econômica e do valor de mercado das empresas brasileiras.

Impactos da Crise no Setor Público

A crise econômica causada pela Covid-19 é diferente dos choques econômicos vivenciados no passado. Tanto o *Crash* da bolsa de Nova York em 1929, perpassando pelas crises da Rússia, México, crise da dívida na Europa, dentre outras, como a crise do *subprime* de 2008, nenhuma teve o alcance da crise atual. Agora, o mundo inteiro está vivenciando um choque causado pela mesma razão (medidas de contenção social adotadas para conter a disseminação da Covid-19), e uma cadeia de consequências tem sido observada. Ao reduzir o consumo, as famílias desestimulam a produção, causam desemprego, que novamente causa diminuição no consumo, e em consequência deprimem ainda mais as contas públicas. Sem consumo, sem investimento, não há arrecadação tributária. Sem esta, a provisão de serviços de proteção e assistência social fica comprometida exatamente no momento em que são mais demandados e necessários. É um ciclo vicioso que necessita ser interrompido.

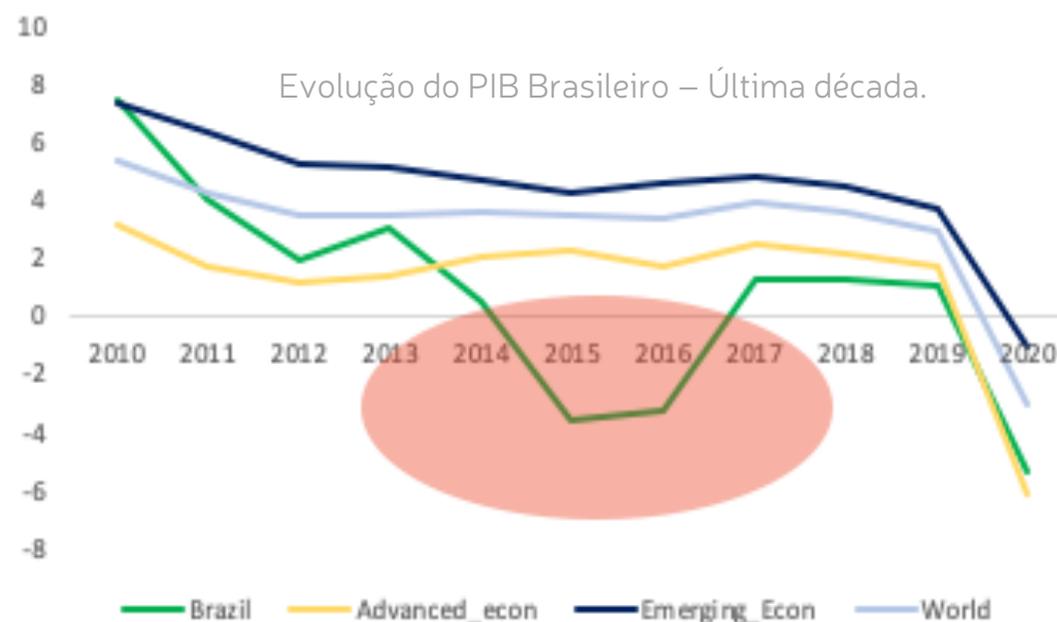
O Brasil já vinha saindo muito lentamente de uma crise fiscal, cujo ponto culminante foi em 2015, recessão que só aconteceu no Brasil em decorrência da gestão fiscal adotada. Esta crise reduziu fortemente o potencial de crescimento econômico do país quando comparado à média observada nos países emergentes e resto do mundo.



A retrospectiva mostra que a economia brasileira já estava fragilizada, diminuindo muito sua capacidade de gerenciar uma crise de efeitos e proporções nunca observados como a atual.

Não obstante, a equipe econômica do governo federal elaborou um complexo plano de suporte aos mais pobres e ajuda aos Estados condicionada à realização de reformas administrativas, previdenciárias e fiscais. A ideia era prestar auxílio no momento de maior crise, mas também garantir que o momento de alívio fiscal seria utilizado para recolocar os Estados na trilha do equilíbrio orçamentário.

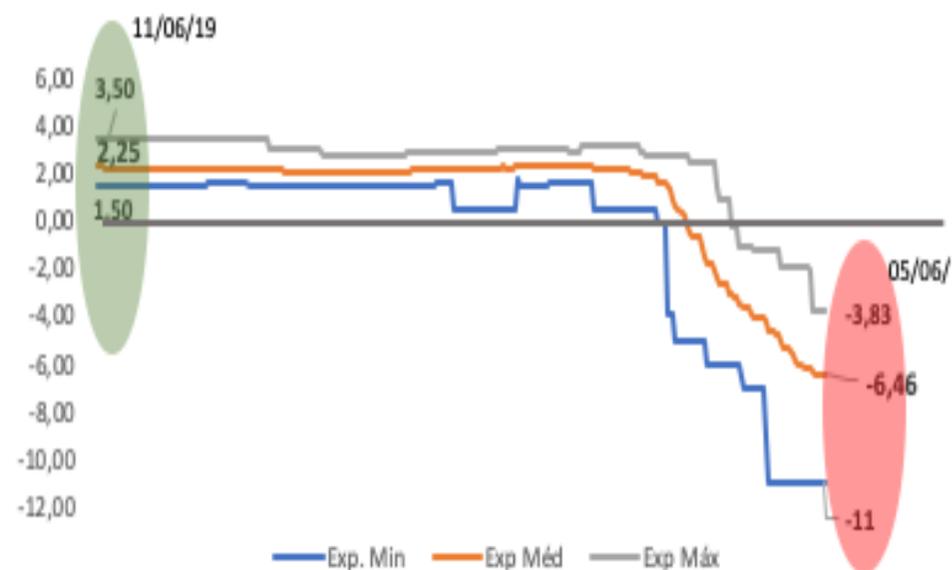
Entretanto, dada a crise política e institucional que se sobrepôs à crise sanitária, o pacote de auxílio foi em parte desvirtuado, e foram retiradas contrapartidas relevantes da ajuda financeira aos Estados, como a proibição de concessão de reajustes a servidores públicos por 18 meses.



Dada a percepção das dimensões da crise e do resultado líquido das ações governamentais no seu combate à formação de expectativas, a expectativa de crescimento da economia brasileira torna-se cada vez mais pessimista.

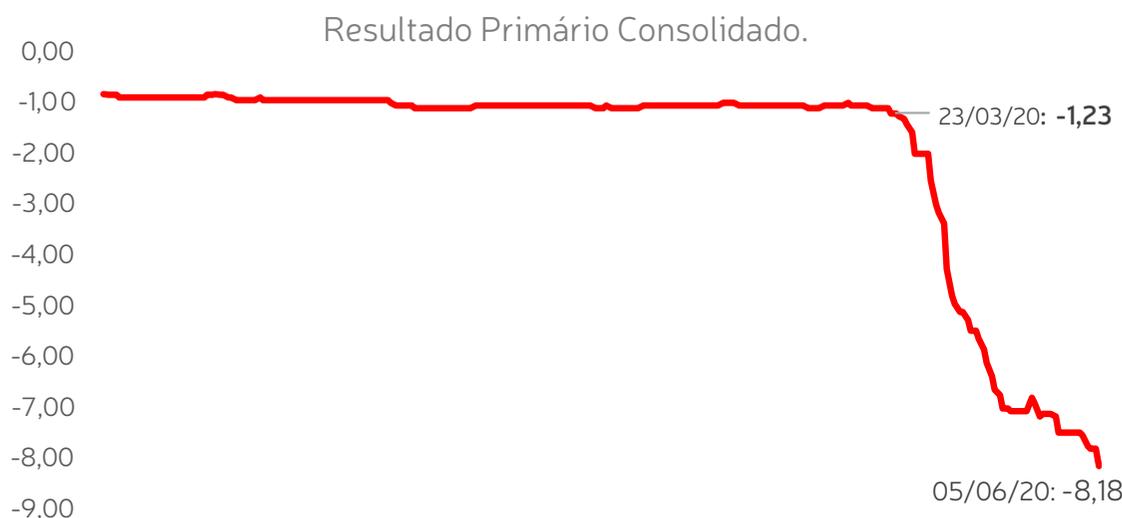
Há um 1 ano, a expectativa mínima de crescimento para o Brasil era de uma variação positiva em torno de 1,5%. No último boletim, a mínima foi de -11% e a média -6,46. O Banco Mundial estima uma retração de -8%, a OCDE estima que se não houver uma segunda onda de Covid-19, a queda do PIB pode chegar -7,4%. Se houver uma segunda onda, a taxa de crescimento poderá ser de -9,1%

Expectativas Focus para o PIB: Média, Mínimo e Máximo.



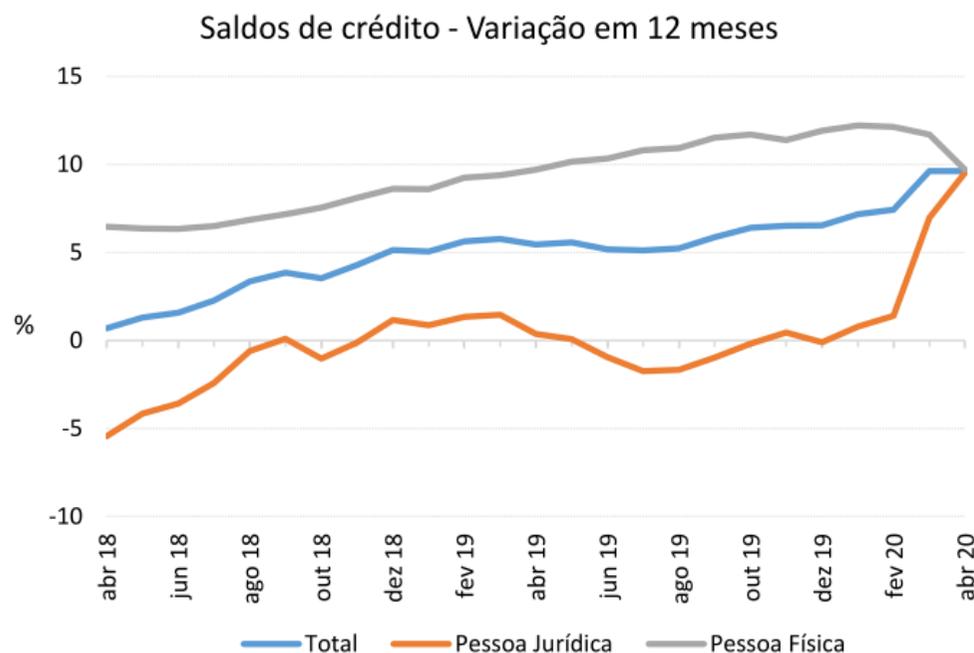
Em consequência, as expectativas para o quadro fiscal também são preocupantes. O mercado espera um déficit primário de -8,18%. A Instituição Fiscal Independente estima que a razão Dívida/PIB, principal indicador de solvência do país chegue a 84,93% em 2020. Entretanto, esta estimativa já está muito defasada, uma vez que ela é calculada considerando uma retração de apenas -2,2%.

O FMI espera uma queda de -5,3%, divulgada em seu último relatório, divulgado em abril, onde estima que a razão possa chegar a 91%. Considerando a expansão do auxílio emergencial, e que as taxas de crescimento esperado sejam as da OECD ou do Banco Mundial, tem-se que a razão Dívida/PIB brasileira facilmente pode atingir os 100% ainda em 2020, o que *per si* é mais um elemento de instabilidade econômica e, portanto, mais um entrave ao crescimento econômico.



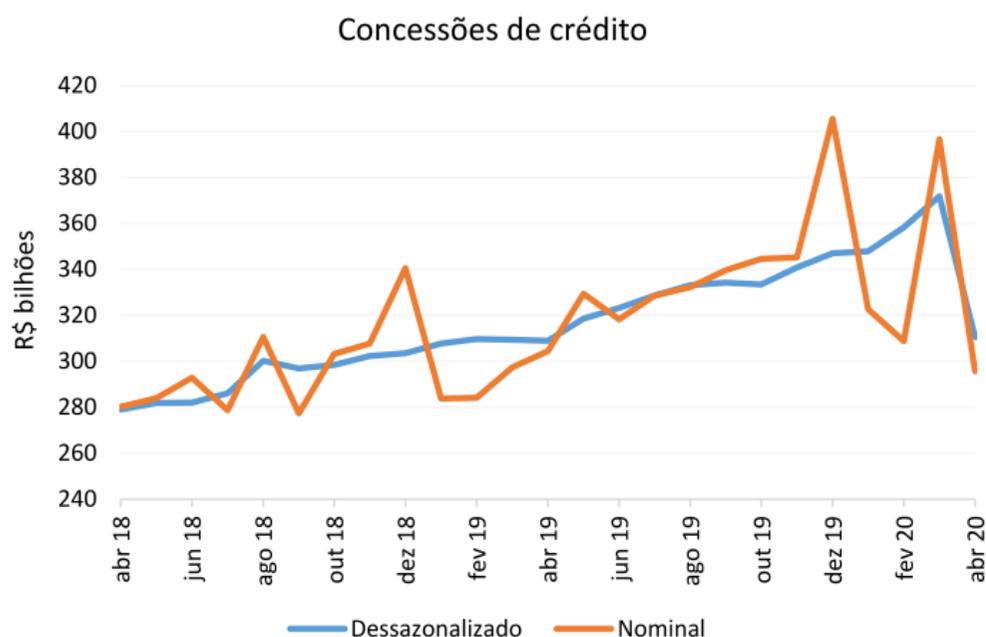
Crédito no Setor Não Financeiro

Em abril, o crédito ampliado ao setor não financeiro alcançou R\$10,8 trilhões (147,7% do PIB), aumento de 0,6%, indicando expansão de 3,7% na dívida externa (impulsionada pela depreciação cambial de 4,4%), enquanto os empréstimos e financiamentos registraram estabilidade e os títulos de dívida, redução de 0,7%, com queda nos títulos públicos. O crédito ampliado a empresas e famílias alcançou R\$ 6,3 trilhões (86,1% do PIB), com crescimento de 1,8% no mês e de 17,8% em doze meses.



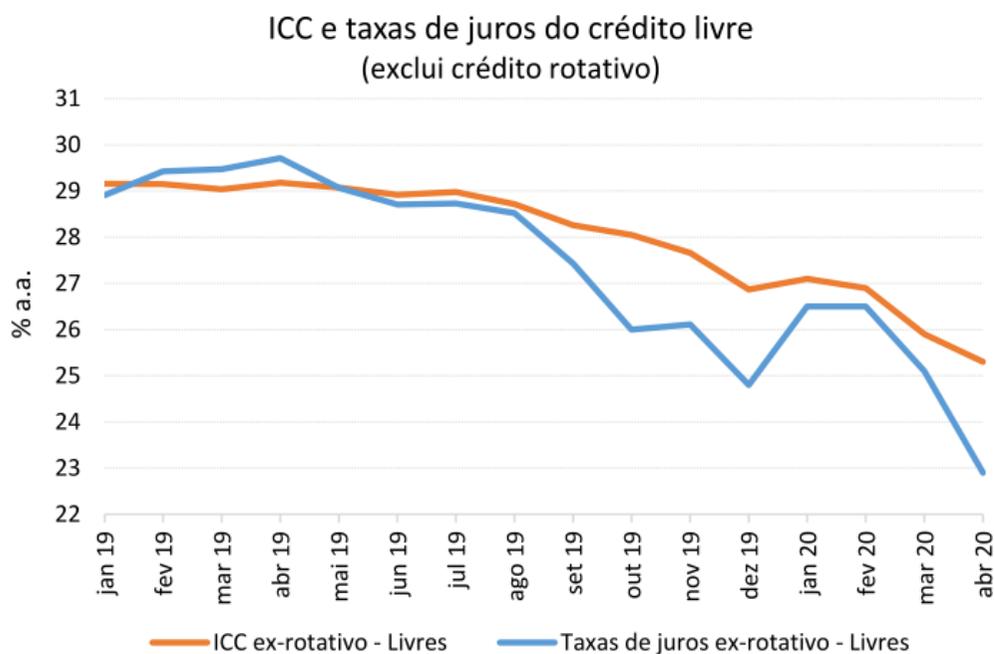
A variação mensal decorre da depreciação cambial na dívida externa, que aumentou 6,3%, seguida pela expansão de 0,5% nos títulos de dívida, devido à elevação de 2,3% em títulos privados (notadamente pelas emissões de notas comerciais). A variação nos últimos doze meses do crédito ampliado a empresas e famílias é explicada principalmente pelo aumento de 35,2% na dívida externa, estimulada pela desvalorização cambial, e de 24,5% nos instrumentos do mercado de capitais doméstico.

O crédito livre para pessoas jurídicas alcançou R\$ 993 bilhões, crescendo 1,4% no mês e 24,7% em doze meses. Destacam-se capital de giro, financiamentos a exportações e adiantamentos sobre contratos de câmbio. O crédito livre a pessoas físicas totalizou R\$ 1,1 trilhão, após queda de 2,2% no mês (+11,5% em doze meses), com reduções em cheque especial, aquisição de veículos e cartão de crédito à vista. No crédito direcionado, a carteira de pessoas físicas alcançou R\$ 925 bilhões (aumento de 0,6% no mês e de 7,6% em doze meses). O saldo das operações com pessoas jurídicas cresceu 0,9% no mês e manteve contração na comparação interanual, -9,9%, situando-se em R\$562 bilhões em abril.



As concessões totais de crédito somaram R\$ 296 bilhões em abril. Na série com ajuste sazonal, houve redução de 16,5% em relação a abril, fruto de variações de -21,1% nas empresas e de -13,2% nas famílias. No acumulado do ano, comparado ao mesmo período do ano anterior, as concessões totais cresceram 13,2%, compostas por expansões de 24,2% para pessoas jurídicas e de 4% a pessoas físicas.

O Custo do Crédito (ICC), que mede o custo médio de todo o crédito do SFN, e a taxa média de juros sofreram quedas no mês de abril e na comparação interanual. O *spread* geral das taxas de juros das concessões foi de 17,2 p.p. No tocante ao crédito livre, a taxa média de juros foi de 31,3% a.a.



No crédito às famílias, a taxa média de juros atingiu 44,5% a.a., declínio de 1,7 p.p. mês, em função de reduções em diversas modalidades (cheque especial: -11,2 p.p.; cartão rotativo regular: -28,9 p.p.; cartão parcelado: -38,5 p.p.; crédito pessoal não consignado: -8,3 p.p.; consignado: -0,9 p.p.).

No crédito livre às empresas, a taxa média de juros diminuiu 0,8 p.p. em abril, para 15,8% a.a., destacando-se reduções nas modalidades conta garantida, -9,5 p.p., e capital de giro, -1,4 p.p.

PRONAMPE – Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte

Destinado às Microempresas e às empresas de pequeno porte, optantes ou não do Simples Nacional, está disponível através do Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste do Brasil, Banco da Amazônia e outras instituições financeiras que aderirem ao Programa. Compete a estas o deferimento ou não dos pedidos de financiamento. O programa tem prazo máximo de pagamento de 36 meses, com taxa de juros anual máxima igual à Selic + 1,25% sobre o valor concedido.

As Instituições financeiras que aderirem ao Programa, poderão requerer a garantia do Fundo Garantidor de Operação – FGO (Lei 12.087/2009), administrado pelo Banco do Brasil, em até 100% do valor da operação.

Ao se beneficiar do PRONAMPE, as empresas se obrigam contratualmente a manter o mesmo número de empregados existentes na data da publicação da Lei 13.999/2020 (19.05.2020), até 60 dias após o recebimento da última parcela do empréstimo. Caso haja não conformidade nas informações a este respeito, o vencimento da dívida será antecipado. As instituições financeiras participantes poderão conceder financiamento pelo Programa até 3 meses após o início da vigência, portanto até 17 de agosto de 2020, prorrogáveis por mais 3 meses.



Análise Dinâmica do Capital de Giro: o Modelo Fleuriet

No artigo "Um Arquétipo da Gestão: A SÍNDROME DO PALHEIRO", do BFA *Highlights* 10, ao definirmos o conceito do Capital Investido adotado na metodologia da Teoria das Restrições, foram utilizadas, sem definição, as variáveis Ativo Circulante Operacional e Passivo Circulante Operacional. Ambas, são conceitos inerentes à Análise Dinâmica do Capital de Giro: o Modelo Fleuriet, objeto deste artigo.

O Modelo Fleuriet, desenvolvido pelo professor e pesquisador francês Michel Fleuriet na década de 1970, propõe uma forma inteligente de administrar uma empresa com foco na sustentabilidade financeira e econômica de curto e longo prazo. Baseado na identificação de variáveis fundamentais contidas nas demonstrações financeiras, possibilita uma gestão mais eficiente dos recursos aplicados na empresa e das suas naturezas e origens.

A aplicação do modelo tem início com a reclassificação das contas do Balanço Patrimonial. As contas circulantes, ou seja, inerentes ao ciclo dos negócios da empresa, tanto do ativo quanto do passivo, passam a ser divididas em contas cíclicas e erráticas. Já as contas do ativo e do passivo não circulantes e o patrimônio líquido, são denominadas contas permanentes, ou estratégicas. Os ativos cíclicos, também denominados Ativo Circulante Operacional, demonstram os valores aplicados em decorrência das atividades operacionais da empresa, como contas a receber de clientes, estoque e outras aplicações operacionais; e os passivos cíclicos, também denominados Passivo Circulante Operacional, demonstram as origens de recursos que contribuem para financiar o ciclo operacional

da empresa, como fornecedores, impostos a pagar, adiantamentos de fornecedores, por exemplo. Já os erráticos, representam as contas de natureza financeira, como caixa, saldos bancários, aplicações financeiras, desconto de títulos, empréstimos e financiamentos de curto prazo.

Aplicações de Recursos	Origens de Recursos
Ativo Circulante Financeiro (ACF)	Passivo Circulante Oneroso (PCO)
Ativo Circulante Cíclico (ACC)	Passivo Circulante Cíclico (PCC)
Ativo Não Circulante (ANC)	Passivo Não Circulante (PNC)

FONTE: BRAGA e MARQUES (1995)

A partir da reorganização do balanço, pode-se calcular os indicadores que são a base do modelo: a Necessidade de Capital de Giro (NCG), o Capital de Giro (CDG) e o Saldo de Tesouraria (T).

A NCG, é obtida pelo resultado dos recursos aplicados nas atividades operacionais (ACC) menos as origens dos recursos que financiam as atividades operacionais (PCC) em determinada data, ou seja, representa o investimento necessário para que a empresa financie seu ciclo operacional. Por estar muito ligada ao dia a dia da operação, sofre grande influência de modificações no nível de atividade e ambiente econômico, como redução de crédito de fornecedores, aumento de estoques, ou modificações no prazo dado a clientes. Na maioria das empresas, as saídas de caixa ocorrem antes das entradas, pagando os fornecedores antes do recebimento de clientes. Nestes casos a NCG é positiva, pois há uma diferença positiva entre ACC e PCC. Em alguns raros casos, é possível que a NCG seja negativa, onde as saídas ocorrem após as entradas de caixa, como em uma seguradora ou empresas comerciais que conseguem receber o valor de suas vendas antes do pagamento aos fornecedores.

O Capital de Giro (CDG) é um conceito econômico-financeiro e não uma definição legal. Representa uma fonte permanente de fundos para a empresa com o propósito de financiar suas operações, pois quando a NCG é financiada por recursos financeiros de curto prazo, geralmente empréstimos bancários, o risco de insolvência aumenta. O CDG é calculado a partir da diferença das fontes de recursos de longo prazo (PNC) e a aplicação de recursos permanentes (NAC). No sentido financeiro clássico, o capital circulante líquido (CCL) é calculado como a diferença entre Ativo Circulante e Passivo Circulante, e quanto maior o CCL, mais ativos a empresa tem a seu dispor para financiar suas obrigações decorrentes do seu ciclo operacional. No entanto, estes recursos só podem atingir este objetivo se tiverem liquidez, ou seja, possam ser facilmente convertidos em dinheiro.

O CDG e o CCL são matematicamente iguais em valor, no entanto, possuem conotações distintas. Ao se calcular pelo saldo líquido de fontes de financiamento de longo prazo, propõe-se revelar o que está disponível para conduzir operações normais, e não uma medida para liquidar ativos no caso de falência.

O Saldo de Tesouraria (T) é obtido pela diferença entre o ativo errático ou financeiro (ACF) e o passivo errático ou financeiro (PCF). T positivo significa que a empresa possui mais recursos financeiros de curto prazo, como caixa, bancos e aplicações financeiras, do que compromissos financeiros de curto prazo, como empréstimos, tendo dinheiro suficiente para liquidar as obrigações financeiras de curto prazo sem reduzir os recursos alocados na atividade operacional. Empresas que operam com T crescentemente negativo apresentam uma estrutura financeira

financeira inadequada, apontando uma dependência excessiva de empréstimos de curto prazo, elevando seu risco de insolvência.

Outra maneira de se encontrar o Saldo de Tesouraria (T) é pela diferença entre o Capital de Giro (CDG) e a Necessidade de Capital de Giro (NCG). Nesse sentido, o T tem seu comportamento definido pelas decisões de financiamento da operação e de seu ciclo operacional, ou seja, pelas fontes de longo prazo e necessidade operacional de recursos. Se o CDG for insuficiente para financiar a NCG, o T irá cumprir esse papel e terá valor negativo.

O Efeito Tesoura acontece quando a empresa não consegue aumentar o CDG no mesmo ritmo de aumento da NCG, ocorrendo um descompasso entre as fontes disponíveis de longo prazo e as aplicações que precisam ser financiadas. Assim, o T torna-se crescentemente negativo, elevando fortemente o risco financeiro da empresa. O descompasso entre o crescimento do CDG e da NCG pode ser ocasionado por um crescimento significativo do ciclo financeiro (decorrente dos prazos médios de pagamento, estoque e recebimento), baixa geração de lucros (que reduz o crescimento de CDG), redução de vendas, investimentos com retorno a longo prazo não financiados com recursos compatíveis, e até por um crescimento muito elevado nas vendas, que provoca um aumento expressivo de NCG.

A partir destas definições é possível evidenciar uma situação de risco a partir da estrutura de balanço de uma empresa. De um lado, a estrutura mais de menor risco possível é a de uma empresa com excedente de recursos de longo prazo (CDG positivo) e com necessidade de capital de giro (NCG) negativa. Isto gera um saldo de tesouraria (T) bastante robusto, mas ao mesmo tempo que revela baixo nível de risco, pode significar que a empresa não está aproveitando

Oportunidades de investimentos propiciadas por sua estrutura financeira.

Do outro lado do espectro, há a situação de falta de recursos líquidos de longo prazo (CDG negativo) e com necessidade de capital de giro (NCG) positiva. Nesta situação a empresa financia parte de seus ativos não circulantes e sua necessidade de capital de giro com dívidas de curto prazo, deixando a empresa muito vulnerável para quaisquer mudanças no ambiente de negócios.

Análise da Situação Financeira pelo Modelo FLEURIET				
TIPO	CCL	NCG	T	CONCLUSÃO
A	Positivo	Negativo	Positivo	Excelente
B	Positivo	Positivo	Positivo	Sólida
C	Positivo	Positivo	Negativo	Insatisfatória
D	Negativo	Positivo	Negativo	Péssima
E	Negativo	Negativo	Negativo	Ruim
F	Negativo	Negativo	Positivo	Arriscada

A BFA incorpora os conceitos e práticas do Modelo *Fleuriet* e outros igualmente relevantes a seus produtos Assessoria Financeira e Gestão para Resultado (GPR).

Desafie-se a olhar para novos horizontes!!!

A BFA Assessoria em Finanças e Negócios pode auxiliar sua empresa rumo ao “Novo Normal” oferecendo soluções customizadas para o seu negócio.

Somos uma empresa especializada em Fusões e Aquisições e oferecemos soluções nas áreas de finanças, gestão, desenvolvimento de negócios e elaboração de projetos de investimentos junto a instituições financeiras, empresas e organismos nacionais e internacionais.

Atuamos como assessoria em todo o processo de emissão de títulos nos mercados nacional e internacional, debêntures e bonds, e de compra e venda de empresas, com produtos específicos voltados à Gestão por Resultados (GPR), contemplando a gestão de atividades de Planejamento, Execução e Controle nos níveis estratégico, tático e operacional.

BFA Assessoria em Finanças e Negócios
Juntos em todos os momentos!



www.bfa.com.br
bfa@bfa.com.br
+ 55 85 3272-6500

Fortaleza, Ceará - Brasil
15.06.2020

