

Novo cenário para 2009

Márcio Anaya



Ano de surpresas desagradáveis nos resultados financeiros e recordes de velocidade no mercado acionário, de fazer inveja à Fórmula 1. Rapidez e guinadas bruscas, aliás, têm marcado os últimos meses de 2008. A bolsa caiu 48% no ano, até 28 de outubro, e o dólar subiu 22,5%.

O pior para os espectadores da corrida têm sido os acidentes provocados por riscos que ninguém sabia que existiam. Quem poderia esperar que ações de empresas exportadoras, tradicionalmente beneficiadas pela alta do dólar, iriam desabar por causa de perdas em complicados contratos de derivativos? Ou que estratégias empresariais baseadas em crédito passariam a ser duvidosas? Nesta edição, a Valor Investe extrai as lições da crise e explica aos investidores os novos riscos que devem ser avaliados na compra de ações, CDBs ou fundos.

Quando as bolsas começaram a cair, muitos analistas diziam que os preços das ações estavam distorcido em relação aos fundamentos de lucro e atividade das companhias. Com o Ibovespa na casa de 33 mil pontos, o problema agora mudou: até que ponto a crise financeira está contaminando a economia real e mudando premissas sobre as quais se projetavam os resultados para os próximos anos?

A principal via de contágio tem sido o tranco na disponibilidade e no custo do crédito. As empresas agora precisam pilotar num ambiente de negócios mais inóspito por conta da escassez de empréstimos, que tem como pano de fundo a incerteza quanto ao ritmo de desaceleração global. Antes do que se esperava, setores como o de papel e celulose, ferro gusa e construção civil acusaram o golpe da redução de demanda mundial e da falta de crédito. Todas as empresas de celulose e ferro-gusa começaram a reduzir a produção com paralisação de unidades para adaptar-se à queda de demanda. As construtoras revisaram para baixo as previsões de vendas em 2009. Empresas dos mais diversos setores estão adiando os investimentos previstos para o próximo ano.

"Prudência agora é fundamental", destaca Lika Takahashi, estrategista da Fator Corretora. Mais do que nunca, são necessários pilotos hábeis para enfrentar as condições mais difíceis da corrida: boa gestão é fundamental. Para ela, independentemente da ação dos governos para amortecer os trancos econômicos em várias frentes, o declínio no crescimento mundial é realidade - e não vai mudar tão cedo. A dificuldade é estimar o efeito sobre a economia brasileira.

O Brasil continuará crescendo em 2009, mas menos que os 4,5% previstos inicialmente já há previsões de crescimento de apenas 2%.

Com o risco mais alto, o conselho dos chefes de análise consultados pela Valor Investe para quem quiser se aventurar no mercado de ações agora é o seguinte: procurar empresas com baixo endividamento em dólar; sobra de caixa, alta previsibilidade de resultados, consistência no pagamento de dividendos e histórico de boa governança. Num raro artigo para o jornal "The New York Times", o megainvestidor Warren Buffett disse que estava comprando ações agora, visando ganhos a longo prazo - o que significa mais de uma década.

Na avaliação de Lika, uma companhia que reúne esses atributos é a Weg, produtora de máquinas elétricas e sistemas industriais. Segundo o diretor financeiro e de relações com investidores da empresa, Alidor Lueders, a estrutura de capital perseguida nos últimos anos prevê 60% de recursos próprios e o restante de capital de terceiros. "É um nível que consideramos ideal para o Brasil, tendo em vista os altos e baixos das linhas de financiamento e dos encargos financeiros", afirma.

Ele explica que o objetivo é ter sempre caixa maior do que a dívida, o que possibilita condições melhores de negociação com clientes e o aproveitamento de oportunidades de novos negócios em qualquer conjuntura. O orçamento da Weg para 2009 só será definido no fim de novembro, mas a empresa acredita na continuidade de investimentos em energia elétrica e boa demanda por bens de capital, segmentos fundamentais para os negócios da Weg. No ano, até 28 de outubro, as ações da Weg caíram 55,8%, mas por outro lado aumentaram a rentabilidade com dividendos. A empresa manteve o pagamento de juros sobre capital próprio e informou ter uma posição desprezível em instrumentos cambiais, que gerou uma perda de R\$ 1 milhão.

Outros papéis que a analista da Fator recomenda são Telefônica e América Latina Logística (ALL). Ela citou também as elétricas, com destaque para a CPFL Energia, e a Localiza, que atua no ramo de aluguel de automóveis.

Na Agora Corretora, além das premissas já citadas, a seleção de papéis considera a projeção de dividend yield para 2009. Segundo o diretor de pesquisa da casa, Marco Melo, entram na carteira as ações com resultado superior, ou próximo, de 6%. Pelos cálculos da instituição, os destaques ficam por conta de Telesp PN, com yield estimado de 10,5%, Tractebel ON (8,3%), Energias do Brasil ON (9,7%) e Cemig PN (5,3%).

Gilmar Camurra, vice-presidente financeiro do Grupo Telefônica no Brasil, compara a Telesp (a empresa manteve este nome no pregão da bolsa) a um transatlântico. Ele brinca que a companhia já enfrentou grandes dificuldades até conseguir navegar hoje em velocidade de cruzeiro, mesmo com maremotos. "Como somos uma empresa madura, nossas ações não costumam trazer grandes surpresas, nem para o bem nem para o mal", diz.

O executivo frisa que o endividamento da Telesp é muito baixo, menos da metade do Lajida (geração operacional de caixa) e, por política de gestão, a parcela em moeda estrangeira é próxima de zero. "Os recursos em caixa têm liquidez diária e estão aplicados em CDBs de bancos renomados", garante. Quanto aos proventos, Camurra afirma que as distribuições dependem fundamentalmente dos resultados financeiros e do foco na manutenção do negócio. "Não pagamos dividendos para atrair acionistas."

Quando o assunto é remunerar o acionista, o setor elétrico é lembrado por todas as corretoras. Mas as empresas são muito diferentes entre si, com atuação em geração, distribuição e transmissão e alguns grupos que integram várias dessas atividades.

O segmento de geração tornou-se hoje o menos regulado, com margens de lucro mais altas e reajustes tarifários que refletem a inflação, destaca a analista Julia Costa, da Agora. Por

demandarem investimentos pesados na ampliação ou construção de usinas, as geradoras são em tese as mais vulneráveis no ambiente atual de restrição de crédito. O trunfo é que grande parte dos financiamentos vem do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e o governo promete que não faltarão recursos para infra-estrutura.

Na distribuição, os reajustes anuais e a revisão tarifária, normalmente a cada quatro anos, são definidos pelo órgão regulador, com base em fatores de produtividade, eficiência etc. "Nesse negócio, os investimentos são geralmente para manutenção", diz Julia. Ela comenta que, entre as companhias analisadas pela Agora (Energias do Brasil, Cemig, CPFL, Copel e Tractebel), o endividamento está relativamente baixo, não ultrapassando 2 vezes a geração de lucro operacional (Lajida).

Mas dada a diversidade do setor, é preciso analisar a estratégia e estrutura de capital de cada grupo. A geradora paulista Cesp, por exemplo, além do risco político, carregava em junho um endividamento em moeda estrangeira da ordem de R\$ 1,9 bilhão, cerca de 62% do total. Na mesma base comparativa, a Tractebel apresentava uma exposição ao câmbio de apenas 0% da dívida total. "Depois da desvalorização do real ocorrida em 2002, decidimos reduzir a parcela da dívida em moeda estrangeira", conta Manoel Zaroni, presidente da Tractebel. "A variação cambial afeta pouco nossos resultados, e nosso caixa, atualmente, está praticamente todo aplicado em CDBs, com liquidez diária."

A empresa também é pouco alavancada, com dívida correspondente a 1,2 vez o lucro operacional. Zaroni observa que a Tractebel tem compromissos importantes derivados de aquisições e ampliações, na casa de R\$ 1,5 bilhão, e, por causa disso, a "tendência" é de reduzir um pouco a fatia de dividendos aos acionistas, ultimamente na casa de 95% do lucro. Ainda não há decisão sobre o assunto, mas a administração tem o compromisso de não distribuir nunca menos que 55% do lucro líquido.

Outro setor no radar dos analistas é o de bancos, especialmente os maiores, que se beneficiam durante as crises com seu acesso aos depósitos nas grandes redes de varejo (veja reportagem na página 52). "Crédito mais seletivo significa também spreads (diferença entre as taxas de empréstimo e retorno) maiores", resume o diretor de análise da BES Securities, Gilberto Pereira de Souza. "E eu não enxergo uma deterioração nos resultados dos bancos em 2009." Os resultados dos três maiores, Bradesco, Itaú e Unibanco até setembro confirmam a tendência: todos elevaram resultados em mais de 10%.

Os dados do Banco Central confirmam a tendência. Nos primeiros dez dias de outubro, o volume de concessões de crédito caiu 13% em relação ao mesmo período de setembro. O prêmio de risco praticamente dobrou para empresas de todos os tamanhos. A Vivo Participações, que havia captado em julho por 106,5% do CDI, vendeu promissórias em outubro por 115%. Linhas externas de financiamento à exportação que custavam 7% ao ano para médios exportadores, como a Cosipar, passaram a 15%.

Para os setores mais dependentes de crédito, o efeito foi imediato. Pole position nas aberturas de capital do ano passado, a construção civil perdeu o combustível do financiamento no mercado de capitais já no primeiro semestre. Agora, está batendo de frente com a escassez de financiamento pelos bancos. A expectativa de lançamentos para o ano que vem de nove empresas do setor caiu 34%, de R\$ 17,3 bilhões para R\$ 11,4 bilhões em empreendimentos.

Os preços-alvo estimados por analistas estão caindo para todas as empresas do setor, inclusive as maiores, que não apresentam os problemas de caixa que têm as menores. O preço-alvo para as ações da Cyrela, uma das maiores do mercado, foi reduzido pelo Credit Suisse de R\$ 27,40 para R\$ 21,90; o Unibanco baixou sua estimativa de R\$ 32,00 para R\$ 25,00.

Há, porém, um viés positivo nessas decisões. "Quando não há financiamento e se é obrigado a revisar o guidance (previsão), tornar isso público é até uma questão de

transparência", diz Lika. "É errado punir a empresa somente com base nessa decisão." A falta de crédito levou algumas empresas, como a Tenda, a uma venda forçada. O governo anunciou uma linha de crédito de até R\$ 3 bilhões para o setor, mas para os analistas é preferível reduzir a previsão do que confiar no efeito dos recursos oficiais.

Outro setor que passa por mudanças radicais de perspectiva é o agronegócio, candidato a receber também R\$ 13 bilhões em empréstimos do governo. O problema no campo é que o crédito minguou num momento delicado, de plantio da próxima safra. Como a natureza não espera, os produtores tiveram de tocar adiante seus negócios mesmo em situação adversa nas duas pontas: a de custos em elevação, com os fertilizantes, e preços das commodities agrícolas em baixa. De acordo com Lika, a ajuda pública é positiva, mas ainda assim o setor inspira cuidados.

Um dos segmentos que mais preocupam é o de açúcar e álcool. Investimentos previstos em novas usinas ou expansão de capacidade têm sido cancelados com a queda na cotação do etanol - 26% só em outubro. A necessidade urgente de recursos e a falta de crédito tanto nos mercados e em bancos ficaram claras no aumento de capital da Cosan.

As empresas de alimentos sofrem com aumentos de custos de grãos em contratos de fornecimento já fechados, mas tendem a ser beneficiadas pela alta do dólar em suas exportações. "Quanto maior a exposição ao preço dos grãos, maior o impacto nos custos consolidados", escreveu a analista Jacqueline Lison, da Fator. O custo dos grãos afeta mais a Sadia do que a Perdigão (que tem crescido seu faturamento no segmento de lácteos). A Sadia, tradicional ganhadora em momentos de alta do dólar, surpreendeu o mercado com o típico risco desconhecido: uma perda de R\$ 760 milhões com derivativos de câmbio.

No caso dos frigoríficos, não se espera uma redução significativa no consumo de carne com a crise. Mas as empresas já estão reduzindo investimentos ou analisando com mais cuidado as perspectivas de desembolso. A Standard & Poor's (S&P) considera que o maior risco nestas empresas é o endividamento contratado para financiar a onda de aquisições do primeiro semestre, e colocou algumas delas em perspectiva negativa. Mesmo nas aquisições recém-completadas, nota-se a preocupação de sinalizar para o investidor de que as companhias não querem depender de dívidas num futuro mais incerto. Quando concluiu a compra da unidade de carne bovina do Grupo Smithfield, no fim do mês passado, a JBS (Friboi) informou logo no início do comunicado que o valor de US\$ 565 milhões foi pago à vista, em dinheiro. "Não há nenhuma apropriação de dívida."

No varejo, a preocupação é com a atitude do consumidor final. Para a analista-chefe da Banif Securities, Catarina Pedrosa, pior que um eventual aumento na inadimplência é o risco de as lojas não conseguirem mais financiar os clientes a contento. "Era isso que vinha impulsionando o crescimento dessas empresas." O setor discute ainda com os fabricantes meios de parcelar aumentos de preço por causa da desvalorização cambial que não puderem ser evitados.

Com os empréstimos mais caros, o perfil de consumo também deve ser monitorado. A tendência, segundo Ta-tiana Pinheiro, economista do Banco Real, é de uma queda na demanda por produtos duráveis, normalmente comprados à prestação.

Nessa cadeia, fica a incógnita quanto à musculatura e versatilidade dos bancos médios, pois muitos deles atuam em parceria com grandes varejistas. Kelly Cristina Trentin, chefe de análise da SLW Corretora, lembra que a crise internacional cortou o fluxo de recursos externos, forçando essas instituições a subirem ainda mais os prêmios pagos nas captações via CDBs. "Alguns recorreram aos grandes bancos, mas, como eles não quiseram emprestar, o governo precisou agir, principalmente flexibilizando as regras de compulsório (parcela de recolhimento obrigatório em diversas operações)."

Mas e o dólar, peça fundamental nesse rali? A moeda americana acumulava alta de 13% em outubro, até dia 28. Tatiana, do Real, trabalha com o cenário de queda nos investimentos

estrangeiros em praticamente todos os países. Por essa e outras questões, argumenta, a cotação do dólar deve seguir elevada em 2009. "A economia mundial tende a desacelerar e, por consequência, o resultado da balança comercial brasileira diminuirá, o que pressiona o real."

Do ponto de vista puramente operacional, a alta do dólar é positiva para exportadores, porque amortece a forte queda de preços internacionais de commodities. Também na exportação há o risco envolvido na falta de crédito. "O Banco Central teve que atuar porque o financiamento à exportação foi muito abalado", observa Tatiana. Um termômetro da situação foi o recuo de até 50%, no mês passado, nas operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC).

Nesse novo circuito mundial, as projeções sobre o balanço de 2009 de Petrobras e Vale, que ocupam as primeiras posições no grid do Ibovespa, esbarram na incerteza sobre o preço dos produtos. A tensão a respeito do crescimento global e a possibilidade de cortes de produção são fatores contrários atuando sobre o petróleo. Mas o fato é que, no fim de outubro, o barril, que chegou a superar US\$ 140, estava cotado perto de US\$ 60.

Alegando prudência devido à falta de financiamento de longo prazo, a Petrobras adiou em dois meses seu plano estratégico de investimentos entre 2009 e 2013, e já informou que poderá estendê-lo para 2020. Analistas acreditam que o barril a menos de US\$ 70 dificulta a exploração na camada pré-sal, mas fontes da indústria do petróleo lembram que a redução das cotações internacionais também diminui o gasto com royalties e altera o custo final.

Na Vale, a incógnita é o comportamento do minério de ferro, após cinco anos de aumentos consecutivos. Na conta preliminar dos analistas, o papel da companhia tem gordura para absorver uma queda no preço do produto e ainda assim oferecer potencial de ganho. A questão é a volatilidade brutal da ação frente a um novo valor do minério que, por enquanto, ninguém sabe. O próprio presidente da companhia, Roger Agnelli, mostrou-se preocupado com o "tranco forte" na economia chinesa, e sinalizou que a fase de resultados monstruosos e recordes consecutivos poderia voltar só em 2009.

Até agora os resultados não sofreram: a empresa anunciou seu maior resultado trimestral da história, de R\$ 12 bilhões, no mês passado. A mineradora distribuiu R\$ 3,4 bilhões aos acionistas no mês passado, atingindo R\$ 5,6 bilhões em proventos no ano. Os investimentos para 2009 (da ordem de US\$ 14 bilhões), diz a empresa, estão mantidos.

As siderúrgicas, que estão terminando 2008 como um dos melhores anos de sua história, começaram a sentir a retração da demanda mundial. Grupos como Arcelor já anunciaram redução de produção na Europa. Dados preliminares da World Steel Association, divulgados no fim de outubro, mostraram queda de produção mundial de aço bruto, que encolheu 19% em setembro perante igual período de 2007. Só na China, o recuo de produção foi de 7%. A analista Milena Zaniboni, da S&P, diz que as siderúrgicas brasileiras tendem a sofrer menos com a retração porque têm os menores custos de produção do mundo.

O IBS, instituto que reúne toda a indústria nacional, prevê um aumento da demanda por aço no país de 7% em 2009, abaixo do crescimento de 12% esperado para este ano. Embora no tom das declarações dos grandes executivos o ramo seja de tranquilidade, na região Norte a paralisação de pedidos de indústrias nos Estados Unidos fez as fabricantes de ferro-gusa tombar na primeira curva, culminando em demissões.

O emprego, aliás, está no radar dos economistas. "Vislumbramos um cenário mais árido no mercado de trabalho, com negociações salariais mais apertadas", afirma Tatiana, do Real. Com base nos dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) fechados em setembro, já haviam sido criadas 2 milhões de vagas este ano, sinalizando um novo recorde, mas a previsão para 2009 é de queda, para 1,8 milhão de contratações.

O cenário de incerteza em relação ao reflexo da crise está fazendo companhias de vários setores suspender investimentos e esperar para ver. Duas empresas do conglomerado Itaúsa, Duratex e Elekeiroz, estão entre elas. A primeira, fabricante de painéis de madeira, louças e metais sanitários, adiou por seis meses o plano de investir R\$ 1 bilhão em ampliações. A segunda, indústria química, suspendeu em outubro, por dois meses, desembolso de R\$ 150 milhões para expansão de capacidade. Em ambos os casos, a justificativa foi de preservar uma condição confortável de liquidez. A Klabin fez o mesmo: cortou quase pela metade os investimentos previstos para 2009, para aproximadamente R\$ 400 milhões.

Mas, enquanto algumas aguardam, outras companhias estão sendo obrigadas a tomar medidas já com base em uma realidade negativa. A Suzano Papel, por exemplo, reduziu sua produção, "em função do arrefecimento da demanda por celulose em determinados mercados asiáticos, especialmente o chinês". No terceiro trimestre deste ano, o Produto Interno Bruto (PIB) da China cresceu 9%, o pior desempenho em cinco anos. O país vinha crescendo a mais de 10% até junho. Na Aracruz, os pesados prejuízos com derivativos fecharam o acesso ao crédito e levaram a empresa a cortar em 62% os investimentos projetados para os próximos 15 meses. O montante baixou de US\$ 1,725 bilhão para US\$ 654 milhões. Para preservar liquidez, a empresa deixou de pagar juros sobre capital próprio aos acionistas de R\$ 84 milhões. Para Milena Zamboni, da S&P, algumas suspensões de investimentos podem ser temporárias, até que fique mais claro o tamanho do tranco sobre a economia real. Com uma eventual melhora no acesso a recursos, alguns projetos podem ser retomados.

ANAYA, Márcio. Novo cenário para 2009. **Valorinveste**, São Paulo, ano 6, n. 23, p. 30-36, nov. 2008.