

# Finanças

Ações Valorização cambial põe papel da Petrobras sob holofote

# Dólar em queda dá fôlego a endividadas

Lucinda Pinto e Chrystiane Silva De São Paulo

Uma recente valorização cambial deve dar um fôlego a empresas castigadas nos últimos meses pela alta do dólar e, em alguns casos, pode até gerar oportunidades de compra de ações. O exemplo mais emblemático é o da Petrobras, cuja dívida externa é vista como um dos pontos de fragilidade da companhia. Ainda que boa parte desse efeito positivo seja ainda contábil, alguns analistas já veem espaço para ganhos adicionais nos papéis da companhia.

"Hoje, a Petrobras é o melhor derivativo cambial que existe", afirma o gestor de um fundo em São Paulo, que prefere não ser identificado. Esse profissional acompanha a correlação entre o dólar e a ação da companhia e observou que, nos últimos dois anos, ela ficou em -1,5. Isso significa que, para cada 1% de variação do dólar, a ação da Petrobras oscila 1,5%.

Outras empresas citadas por gestores como beneficiárias do desempenho do câmbio é Sabesp, com 51% do crédito de R\$ 12,193 bilhões denominado em moeda estrangeira, sendo 33% em dólar, e a BR Malls Participações, com 33% da dívida na divisa americana. Ambas têm suas receitas predominantemente em reais.

Marcos Peixoto, gestor de renda variável da XP Investimentos, calcula que para cada 10% de apreciação do real em relação ao dólar, a ação da Sabesp pode subir 3%. Nas contas dele, com 10% de apreciação do real, o valor da ação da Petrobras pode subir 30%. "A Gol é uma das empresas que podem ser mais beneficiadas com a apreciação do real porque a dívida e os custos são dolarizados", disse ele.

A Petrobras é um caso clássico de empresa que ganha com a valorização do câmbio porque 72%

—o equivalente a US\$ 77 bilhões, ou R\$ 325,436 bilhões— de sua elevadíssima dívida são denominados em dólar, de acordo com o balanço do primeiro trimestre. Levando-se em conta outras divisas estrangeiras, a fatura alcança R\$ 368,730 bilhões, 82% do total. Isso confere ao câmbio um peso semelhante ao do preço do petróleo na definição do valor da empresa no curto prazo, na avaliação de Kikuchi. Segundo cálculos de profissionais de mercado, a ação varia 1% para cada 1% de oscilação do petróleo WTI.

O efeito do câmbio é um dos fatores que levaram o UBS a elevar há duas semanas o preço-alvo do papel ON, de R\$ 8,00 para R\$ 12,00. Ontem, a ação ON terminou a sessão valendo R\$ 11,60 e a PN, R\$ 9,32 —o que justifica a recomendação de compra do UBS para o segundo papel. "O ciclo de endividamento em dólar da Petrobras foi bem elevado desde 2012 e tornou-se perverso. Agora, com as perspectivas de câmbio mais valorizado e ajustes dentro da empresa, a oportunidade começou a surgir", afirma Andres Kikuchi, responsável pela área de renda variável do UBS Wealth Management Brasil.

O Brasil Plural também elevou o preço-alvo da Petrobras na segunda-feira passada para R\$ 12,00, mas sem distinguir o tipo de papel. "Há upside na ação da empresa, especialmente na PN. A dívida é o mercado vai querer pagar por ele", afirma Caio Carvalhal, analista da Brasil Plural. A principal razão de cautela, reconhece, é exatamente o rumo do câmbio. "Como houve uma mudança recente nas perspectivas globais para o dólar, acredito que o investidor pode preferir esperar a solidificação da expectativa para comprar", diz. "Mas nós vemos uma oportunidade".

Esta semana, o Brasil Plural revisou sua projeção para o câmbio em fim de 2016 de R\$ 3,83 para R\$ 3,62. Para 2017, a previsão é de



Petrobras pode subir 30% a cada 10% de alta do real, calcula Peixoto, da XP, que vê potencial para Gol e Sabesp também

## Sobe e desce

Ações da Petrobras ganham fôlego enquanto dólar perde força

### Dólar comercial mercado

Cotação em fim de período - R\$/US\$



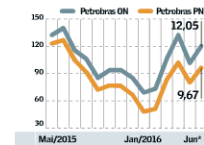
### Petróleo - WTI

Cotação em fim de período\*\* - US\$/barrel



### Petrobras

Cotação em fim de período - R\$/ação



Fonte: Valor PBO. Elaboração: Valor Data. \*\*No dia 23, \*\*segunda posição

R\$ 3,56. Somente essa variação daria um alívio da dívida líquida em cerca de R\$ 20 bilhões. E a relação dívida líquida/Ebitda (projetada em R\$ 80 bilhões) poderia ceder de 5 vezes para 4,75 vezes. "É ainda alavancagem alta, mas é uma melhora relevante", explica.

A mesma lógica se aplica ao capex ("capital expenditure"), o investimento da empresa. O plano estratégico da Petrobras prevê um desembolso de US\$ 99 bilhões entre 2015 e 2019, uma média US\$ 20 bilhões por ano, sendo 70% contratados em dólar. A última versão do plano considerava um câmbio de R\$ 4,06, o que levaria a média anual de investimentos previstos para R\$ 56 bilhões. Num exercício com o câmbio a R\$ 3,56 em 2017, como prevê o Brasil Plural, a economia poderia ser de aproximadamente R\$ 6 bilhões. "Não é nada que vá salvar a empresa, mas é motivo de otimismo", diz.

Outro ponto positivo vem da melhora do prêmio do preço dos combustíveis. Depois de cair a zero no fim de maio, a diferença entre o preço cobrado pela Petrobras (em reais) e aquele pago internacionalmente (em dólares) voltou para 12% no caso da gasolina. Para o diesel subiu de 15% para 20% no período. "O prêmio

médio dobrou em um mês", diz. Esse é um elemento que, mesmo circunstancial, melhora a margem operacional, a geração de caixa, além de ter efeito positivo sobre a percepção do mercado sobre a empresa. "Se a empresa definisse uma diretriz estratégica para gerenciar esse prêmio, o que nunca foi feito, teria um ganho muito relevante nesse último mês", afirma.

O cenário favorável para o real traçado por analistas, se baseia, principalmente, na cautela do Federal Reserve (o Banco Central americano) em subir os juros e no nível muito baixo da taxa básica de outras economias desenvolvidas — em alguns casos, em terreno negativo — o que favorece a busca por ativos de maior risco. O que pode atrapalhar esse ambiente, alertam especialistas, é uma eventual saída do Reino Unido da União Europeia no referendo realizado ontem. Na cena local, a postura da nova diretoria do Banco Central, menos intervencionista, ajuda o real a seguir a dinâmica global.

A analista da Fitch Mariana Waltz considera que a valorização cambial gerará um efeito positivo para a Petrobras, mas só de curto prazo. "Quando se compara a natureza da dívida e a estrutura

de custos da empresa, o que se percebe é que a evolução do câmbio tende a ser mais positiva", afirma. "Mas quando se pensa nos desafios da companhia, não é o câmbio que vai melhorar a condição de crédito", diz, acrescentando que o patamar atual do câmbio, perto de R\$ 3,40, ainda é elevado quando se olha para o nível de dois anos atrás.

Mariana diz que o benefício desse movimento de alívio no câmbio é uma realidade para companhias de mercados emergentes de forma geral, que têm experimentado também a valorização de suas moedas. E deve ser percebido no balanço do segundo trimestre das empresas com elevado custo em dólar, mesmo no caso das exportadoras, que têm receita em dólar. Ela explica que a dívida em moeda estrangeira é sempre traduzida no balanço pela cotação do último dia do trimestre, que deverá ser mais baixa do que no trimestre anterior (até ontem, o dólar acumula queda de 7% no trimestre). Já o cálculo do Ebitda se baseia no câmbio médio do período, cujo recuo será mais moderado e, portanto, não afetará tão intensamente a receita no próximo balanço — caso dos setores de mineração, frigoríficos e papel e celulose.

# Para FSB, fundos de índice são mais seguros

Alastair Marsh Bloomberg

Se ocorrer uma fuga no mercado de títulos "junk" (de alto risco), os investidores em fundos negociados em bolsa (ETFs, na sigla em inglês) não serão os mais prejudicados. Essa foi a conclusão do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB, na sigla em inglês), cujos membros incluem o Federal Reserve dos EUA e o Banco da Inglaterra, publicada em um documento na quarta-feira. Isso ocorre, de certo modo, contra as advertências de Carl Icahn e Howard Marks de que os fundos podem dar uma ilusão de liquidez, mas que pode ser difícil sair quando o sentimento do mercado piorar.

A conclusão também dá um impulso aos campeões do ETF, como Larry Fink, da BlackRock, que diz que os fundos oferecem uma transparência incomparável.

Entrada na penúltima página do documento do FSB está uma explicação do porque a mecânica dos ETFs significa que até mesmo os fundos baseados em ativos negociados em mercados menos líquidos deverão conseguir vender seus ativos e honrar todas as suas obrigações durante uma grande retirada.

Em vez de vender os ativos do fundo em troca de dinheiro, como ocorre com os fundos mútuos, muitos ETFs de títulos usam o que se conhece como uma espécie de processo de criação e resgate, que pode proteger o fundo de ter que vender, disse o FSB. Formadores de mercado conhecidos como participantes autorizados trocam uma cesta de títulos do índice de referência subjacente por ações de ETF, ou vice-versa, e esse mecanismo em espécie significa que quem arca com o custo dos resgates são os acionistas que fazem o resgate, e não os acionistas restantes.

O resultado, de acordo com o relatório, é que os ETFs "geralmente não apresentam" as "questões relativas à liquidez sob demanda" apresentadas por outros fundos abertos de investimento — como os fundos mútuos. O FSB revelou uma série de propostas que têm o objetivo de fortalecer esses fundos contra uma possível incompatibilidade de liquidez e evitar uma situação em que, em meio a uma queda forte generalizada, os investidores que já não podem sair sejam punidos indevidamente.

# Visão estrangeira sobre investimentos no Brasil

## Palavra do gestor

Valentin Carril



Os investidores estrangeiros acompanham com bastante interesse este momento especialmente difícil que o Brasil atravessa. Com uma das maiores economias do mundo e um mercado de capitais que se desenvolveu muito durante as duas últimas décadas, o Brasil, com todos os seus problemas, é e sempre será, um mercado bastante promissor. Porém, é necessário restabelecer a confiança para que o capital estrangeiro volte para o país não apenas com finalidade de especulação e lucro rápido, mas com visão de longo prazo.

Mais do que nunca, o governo precisa agir

rapidamente para restabelecer essa confiança. O recente pacote de medidas anunciado pelo governo interino, com corte de gastos e perspectiva de reforma da Previdência Social, terá impacto positivo significativo caso seja aprovado. É importante ressaltar que, se de um lado as medidas são consideradas extremamente importantes e necessárias, de outro é reconhecida a dificuldade de aprovação pelo Congresso, em função dos sacrifícios de curto prazo que podem implicar.

Paralelamente ao grande desafio político e econômico, temos acompanhado com interesse os casos recentes envolvendo gestão de empresas estatais ou privadas com papéis negociados nas bolsas internacionais, como Petrobrás e Eletrobrás. Na visão do investidor estrangeiro, a incerteza fiscal tem peso dominante. No entanto, ela não pode ser vista como uma questão completamente separada, pois as empresas controladas pelo governo desempenham um papel importante no Orçamento, através de subsídios fiscais e potencial contribuição para a receita do governo, por meio de impostos.

O problema fundamental é que a trajetória atual da dívida pública em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) parece insustentável, o que leva a questionamentos sobre as prováveis mudanças que eventualmente surjam, quer por decisões do governo e do Congresso, ou pela necessidade de manter o acesso aos mercados internacionais de dívida. A situação é alarmante, mas ainda pode haver tempo para aplicar medidas corretivas.

Um ponto favorável ao país é que os ativos estão baratos, o que poderia significar grandes oportunidades. Mas, infelizmente, a maioria dos mercados emergentes também está com os preços mais atrativos.

Um bom exemplo é a Colômbia, que nos últimos 12 meses (referência ao final de maio) a moeda depreciou 22%, enquanto na África do Sul, no mesmo período, declinou mais de 29%. Entre os emergentes, a China é uma exceção importante. Quem compara os ativos chineses com brasileiros enxerga vantagens no país. No entanto, na comparação com outros emergentes, o Brasil empata ou perde se a tese de investimentos for fortemente baseada em aproveitar os

preços. Além disso, a moeda fraca faz com que os brasileiros tenham poder de compra, tendo mais dificuldade em obter moedas internacionais, tornando alguns produtos e serviços, como compra de produtos importados ou viagens internacionais, pouco acessíveis.

Outra dúvida é se o Brasil vai ou não voltar a crescer, não apenas como uma questão cíclica de curto prazo, mas também como um crescimento potencial de longo prazo.

O mais recente relatório do Fundo Monetário Internacional (FMI), divulgado em abril, estimou uma queda de 3,8% no PIB este ano, contra uma estimativa inicial de 3,5% divulgada em abril. Isto coloca o país entre as seis economias com pior perspectiva para 2016, contra uma contração média de 0,5% para América Latina e Caribe. Assim, em comparação com os mercados emergentes, o Brasil ganhou competitividade com a desvalorização da moeda, mas perdeu em termos de potencial de crescimento.

Vale lembrar que, na comparação com emergentes, o Brasil tem algumas vantagens significativas: seu tamanho relativamente grande, a

falta de riscos geopolítico e excelente disponibilidade de recursos naturais, como solo, água e minerais.

Um ponto importante que toma a atenção dos investidores estrangeiros é a insegurança jurídica e tributária. A percepção desses investidores em relação ao país é que as regras no mercado de capitais podem mudar de acordo com a necessidade de arrecadação. Neste momento, há no Congresso projetos de lei que restabelecem Imposto de Renda sobre lucros e dividendos e a retirada de benefícios fiscal para a companhia na distribuição de juros sobre capital próprio, o que aumenta a necessidade de prêmio pelo risco Brasil.

Embora esses investidores estejam habituados a mudanças e complexidade nos códigos fiscais em todo o mundo, o Brasil consegue ser pessimamente avaliado nos dois quesitos. De acordo com a revista "The Economist", o Brasil tem o código fiscal mais complicado do mundo, enquanto os impostos sofrem mudanças contínuas que tornam ainda mais difícil estimar os retornos de diferentes investimentos no país.

Em um ano em que o Brasil também se preocupa em receber a Olimpíada no Rio de Janeiro, vale fazer uma analogia. Se o Brasil fosse um atleta olímpico de corrida de obstáculos, as atitudes que o ajudariam neste momento seriam: planejar, para saber como chegar ao pódio; ter disciplina, para cumprir o planejamento; capacidade de sacrifício, para entender que o esforço vale a pena; eficiência, para fazer mais com menos; olhar para o adversário, para aprender com ele e buscar ser melhor; e segurança jurídica e tributária, pois nenhum atleta chega à final se as regras são mudadas no meio da competição. E melhor, sendo consistente, ético e transparente, a torcida acreditará e o apoiará até o fim.

Valentin Carril é economista-chefe para América Latina do Principal Financial Group

E-mail: comunicacao@claritas.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência de uso destas informações.