

Avaliando Empresas, Investindo em Ações

**A APLICAÇÃO PRÁTICA DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA
NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

**Carlos Alberto Debastiani
Felipe Augusto Russo**

Novatec

A importância dos indicadores macroeconômicos

Vamos iniciar nossa abordagem sobre análise fundamentalista buscando entender, no decorrer deste capítulo, qual a natureza dos diversos fatores relacionados à macroeconomia que podem interferir nos negócios ou no mercado de uma empresa, avaliando também o grau dessa interferência.

Consideramos esse tema de vital importância – razão pela qual decidimos tratá-lo logo no início, a fim de conceituar muito bem cada um desses fatores –, dada sua influência sobre a vida das empresas.

Detalhamos, a seguir, os principais indicadores macroeconômicos que o investidor deverá levar em consideração durante a análise de uma empresa. Elencamos também os efeitos positivos e negativos que cada um deles pode desencadear, e como esses efeitos afetam, de forma prática, a vida de uma empresa.

Índices de inflação

Os índices de inflação são os termômetros da economia de um país, indicando o grau de equilíbrio entre a oferta e a demanda. Por meio deles, percebemos, nos diversos setores da economia,

o quanto as empresas estão preparadas para atender os consumidores em relação à capacidade produtiva.

Quando o consumo se aquece e não há oferta suficiente, o índice de inflação apresenta uma variação positiva. De forma análoga, havendo redução no consumo, o índice tende a variar negativamente, forçado pela presença da oferta maior que a demanda.

Os índices de inflação são calculados por meio de uma composição de pesos. Por exemplo, se dissermos que o leitor vive somente de pão e água e supormos que o peso de cada um desses itens é de 50% em seu orçamento, poderemos criar o Índice Leitor. Sua composição seria a seguinte:

$$\text{Índice Leitor} = (\text{Variação de Preço do Pão} \times 50\%) + (\text{Variação do Preço do Litro de Água} \times 50\%)$$

Se em 1 ano o preço do pão aumentasse 20% e o preço da água, 10%, o índice de inflação do leitor seria de 15%. Isso significa dizer que se no ano passado o leitor pagava R\$ 1,00 por um pão e um copo de água, este ano pagará R\$ 1,15.

Utilizando esse mesmo conceito, entidades como a Fundação Getúlio Vargas (FGV), a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe) e o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) calculam regularmente índices que serão utilizados como balizadores de nossa economia.

Entre os índices calculados por essas instituições, merecem destaque os mencionados a seguir.

- **Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA):** Índice de inflação oficial do país utilizado como parâmetro para a política de metas de inflação. É calculado pelo IBGE entre o 1º e o 30º dia de cada mês e reflete o custo de vida para famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos, nas

principais regiões metropolitanas do país. Em sua composição estão inclusos os gastos com alimentação, habitação, transportes, comunicação, vestuário, saúde e cuidados pessoais.

- **Índice de Preços por Atacado (IPA):** Índice calculado pela FGV com base nos preços do mercado atacadista, abrangendo etapas do processo produtivo que precedem o preço do varejo.
- **Índice de Preços ao Consumidor da Fipe (IPC-Fipe):** Índice calculado pela Fipe com base nos custos de habitação, alimentação, transportes, despesas pessoais, saúde, vestuário e educação para uma faixa de renda familiar de 1 a 20 salários mínimos.
- **Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC):** Índice calculado pelo IBGE, que mede a variação de preços em produtos de alimentação e bebidas, artigos de residência, comunicação, despesas pessoais, educação, habitação, saúde e cuidados pessoais, transportes e vestuário para uma faixa de renda familiar de 1 a 20 salários mínimos.
- **Índice Nacional de Custo da Construção (INCC):** Índice específico para o setor de construção. Reflete a variação de preço nos materiais de construção e na mão-de-obra do setor. É utilizado para reajuste de financiamentos diretos ao consumidor.
- **Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M):** Divulgado pela FGV, é calculado com base no IPA, IPC e INCC, com pesos respectivos de 60%, 30% e 10%, entre os dias 21 de um mês e 20 do mês seguinte. Foi criado para corrigir operações financeiras e atualmente também é utilizado para corrigir alguns títulos públicos, contas de consumo e contratos de aluguel.

- **Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-DI):** Calculado também pela FGV, possui a mesma composição do IGP-M, porém é calculado para o mês fechado. O índice é calculado três vezes no mês, sendo as duas primeiras chamadas de prévias.

Cada índice de inflação calculado por uma determinada instituição foi concebido com um objetivo específico. Alguns foram elaborados para medir o avanço dos preços em determinados grupos de consumo, outros monitoram setores da economia, ou, ainda, como no caso do IPCA, foi criado para ser o índice oficial de inflação do país. Por possuírem composições e pesos distintos, cada um deles apresenta um resultado próprio, conforme se observa na figura 1.1.

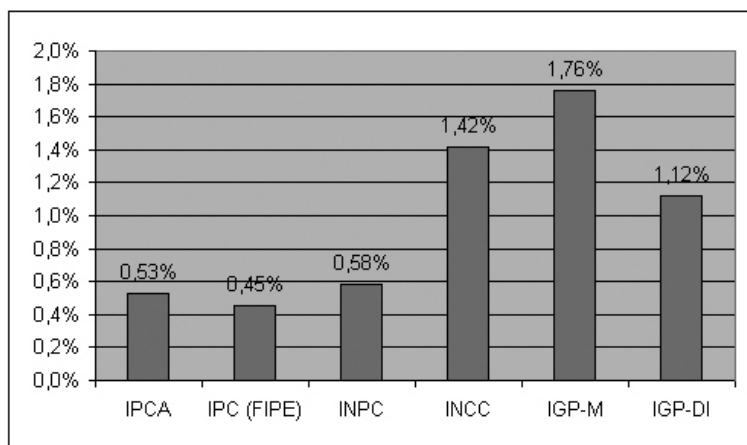


Figura 1.1 – Índices de inflação para o mês de julho de 2008.

Além de serem importantes ferramentas para avaliar o equilíbrio entre oferta e demanda, na cadeia produtiva, os índices de inflação são os balizadores da política macroeconômica e determinam características futuras do consumo.

Taxa de juros

A taxa básica de juros da economia, conhecida como taxa Selic, é uma ferramenta utilizada para determinar o nível de atividade econômica. Seu valor é definido pelo Comitê de Política Monetária (Copom), órgão governamental responsável por estabelecer as diretrizes de política monetária do país.

Na prática, ao fixar uma meta para a taxa, o governo estipula qual será o rendimento das operações efetuadas com o uso de títulos públicos, consideradas as de menor risco da economia. Esse rendimento é costumeiramente chamado de “preço do dinheiro” e define quanto custa um dia do investimento de menor risco dentro da economia. A partir deste, todos os investimentos de maior risco têm suas taxas de retorno definidas a partir do de menor risco. Quanto maior o risco, maior a taxa de retorno e assim sucessivamente, criando um efeito “escada”.

Entendendo esse mecanismo, saberemos que todas as vezes que o Copom alterar a taxa Selic, devemos esperar que as operações de crédito às pessoas física e jurídica, como o cheque especial, cartão de crédito, crédito imobiliário, linhas de financiamento para empresas, descontos, adiantamentos etc., sofram um ajuste em sua taxa, na mesma direção em que a taxa Selic foi ajustada.

Quando o Copom necessita frear a economia, a taxa é elevada, encarecendo o crédito a empresas e ao consumo e levando instituições e investidores a comprar mais títulos públicos e reduzir os investimentos em outros setores. Para aquecer a economia, a taxa é reduzida, diminuindo o custo do capital para investimento, facilitando o crédito ao consumidor e forçando o mercado a vender títulos e procurar outras formas de obter o mesmo retorno, por meio de novos investimentos, novos negócios e financiamento ao consumo.

O Brasil está entre os países de maior restrição monetária, com a maior taxa de juros real do mundo. Esse nível de taxa de juros não é saudável e os reflexos são percebidos nos números de crescimento do país. O custo das linhas de financiamento à iniciativa privada é alto e dificulta a expansão da indústria e a abertura de novos negócios. O custo anual com o pagamento de juros sobre os títulos públicos torna necessária uma arrecadação de impostos extremamente agressiva para manter o equilíbrio fiscal. Isso, por sua vez, encarece ainda mais a atividade das empresas e freia o crescimento econômico. O setor imobiliário, que é grande ator no processo de desenvolvimento de um país, também se prejudica pela dificuldade da formação do financiamento de longo prazo, incompatível com esse nível de juros. Aliado a esses itens, mantém-se um círculo vicioso de alto endividamento das famílias.

Nos últimos anos, com a sistemática melhora dos indicadores macroeconômicos, a diminuição da vulnerabilidade externa e o equilíbrio da balança comercial, o Copom pôde iniciar uma jornada para redução gradual da taxa de juros. Enquanto escrevemos este livro, a taxa Selic encontra-se em 11,25% a.a. Considerando que a taxa de juros dos países com economia desenvolvida, madura e estável é, em média, de 4% a.a., ainda há um grande caminho a ser percorrido para termos uma taxa de juros alinhada à realidade mundial (Figura 1.2).

No caminho para a taxa de juros ideal, devemos estar atentos aos efeitos que a diminuição dessa taxa pode causar às empresas às quais somos acionistas, bem como aos números que podem levar o Copom a ter de aumentar momentaneamente a taxa de juros para corrigir alguma disfunção inesperada.

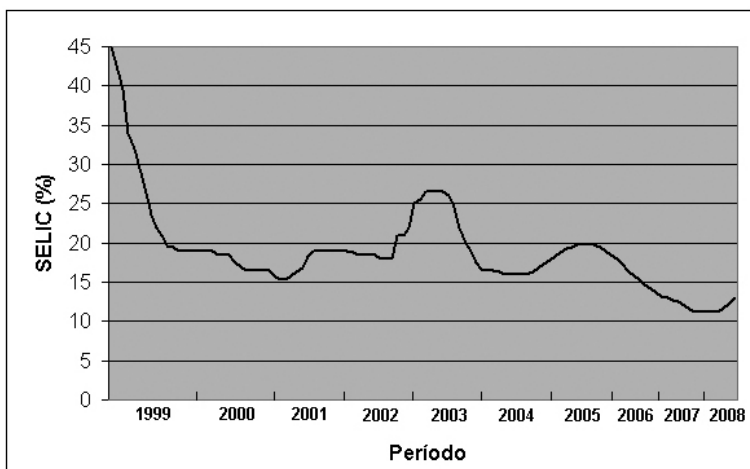


Figura 1.2 – Histórico da taxa Selic.

O número mais preocupante é sempre a inflação. Ao diminuir a taxa de juros, o crédito fica mais barato tanto para o consumo quanto para a expansão industrial e a comercial. O problema é que isso não acontece simultaneamente. Enquanto, em poucos dias, o crediário fica mais barato, pode levar de 6 meses a 1 ano para que a expansão da linha de produção em uma fábrica fique pronta para produzir um bem de consumo. Esse aumento de consumo antes do momento adequado pode iniciar um processo inflacionário, já que há mais consumidores com dinheiro disponível do que produtos à venda.

Além da inflação, números que apóiam esse acompanhamento são os indicadores de atividade econômica e nível de emprego. Enquanto a taxa Selic for gradualmente reduzida, esses indicadores nos darão segurança de que o consumo e a oferta estão crescendo paralelamente. Enquanto o crescimento se der de forma sustentável, os resultados das empresas mostrarão aumento das vendas sem aumento de custo, e o resultado disso será a evolução no preço das ações das empresas.

Câmbio

A taxa de câmbio é o preço da moeda estrangeira em moeda nacional. No Brasil, o regime cambial praticado pelo governo é conhecido como regime de câmbio flutuante, no qual o preço da moeda é determinado pela relação entre a oferta e a procura.

A taxa de câmbio sobe quando há maior procura pela moeda estrangeira e desce quando há maior procura pela moeda nacional. Eventualmente, o Banco Central do Brasil (Bacen) efetua compras ou vendas pontuais, com o objetivo de conter excessos de alta ou de baixa considerados anormais ou especulativos.

Nesse cenário, onde o mercado determina o preço da moeda estrangeira, o acionista deve concentrar seus esforços na tarefa de antecipar o movimento de longo prazo das moedas para determinar como os negócios da empresa e, por consequência, o valor de suas ações serão afetados pela alteração no preço das moedas.

Para empresas exportadoras, a apreciação da moeda nacional, ou seja, a queda no preço do dólar, torna seus produtos ofertados no exterior mais caros, diminuindo sua competitividade.

Para as empresas importadoras ou que dependem de matéria-prima importada, comprada em moeda estrangeira, a apreciação do real torna o custo de produção menor, permitindo um considerável aumento da lucratividade ou, por outro lado, redução do preço final ao consumidor, na busca por uma maior fatia de participação no mercado.

Para a economia como um todo, a apreciação do real torna os produtos importados mais baratos e estimula a importação de bens e serviços.

Em momentos de forte crescimento econômico e aumento do consumo, como o que vimos em 2008, esse estímulo dá fôlego à indústria brasileira, permitindo que a cadeia produtiva se desen-

volva no tempo necessário, sem o risco de iniciar um processo inflacionário causado pela escassez de produtos no mercado. Já a desvalorização da moeda nacional, e um conseqüente aumento nos preços dos importados, poderia levar a economia à escassez de bens e serviços, fato que culminaria com um aumento progressivo nos preços do mercado interno.

Desta forma, a apreciação da moeda brasileira perante o dólar, apesar de criticada por alguns setores exportadores prejudicados, é, de forma geral, benéfica para a economia e garante um cenário estável para o crescimento econômico sustentável do país.

Risco país

Conhecido pela sigla EMBI (*Emerging Market Bond Index*), o índice calculado pelo banco JP Morgan é utilizado para medir o grau de risco de uma economia.

Na prática, não é uma medida de risco, e sim de “diferença de retorno”. O indicador mede a diferença entre a taxa de retorno dos títulos de longo prazo do tesouro americano (considerados de baixíssimo risco) e os títulos de mesma natureza em países emergentes, como o Brasil.

Para conseguir efetuar essa apuração, o JP Morgan calcula a taxa de retorno entre o valor atual e o valor futuro dos títulos brasileiros, sendo que o valor futuro é o valor do título em sua data de vencimento. Após calcular tal taxa, esta é, então, comparada à taxa dos títulos americanos.

Se, por exemplo, os títulos americanos possuem um retorno de 3% a.a. e os títulos brasileiros, 5% a.a., o EMBI-Brazil será de 200, que corresponde a 2%.

A dinâmica de funcionamento do risco país é simples. Quando há aumento da percepção de risco sobre a economia brasileira, os

investidores internacionais tendem a vender os títulos brasileiros de longo prazo, fazendo que seus preços caiam. Por terem seu preço de vencimento prefixado, esses títulos passam a ter uma taxa de retorno maior, já que esta é calculada pela diferença entre o preço de mercado (que caiu) e o preço de vencimento (que permanece fixo), fazendo que o risco país suba. Quando a percepção de risco diminui, a alta taxa de retorno atrai os compradores, encarecendo os títulos e diminuindo sua vantagem perante os títulos americanos.

O risco país é, desta forma, um termômetro para saber qual a percepção de risco dos investidores internacionais. Quanto menor o risco país, maior a certeza de que a economia tem atratividade e continuará recebendo investimento externo.

Produto Interno Bruto (PIB)

O PIB representa a soma de todos os bens e serviços produzidos no país durante o período de 1 ano. É calculado pelo IBGE e sua metodologia de cálculo avalia apenas bens e serviços finais, apurando também importações e exportações. É o principal indicador utilizado para medir o nível de atividade econômica do país e sua variação.

O crescimento do PIB indica que o país está ampliando sua capacidade produtiva, de consumo e de exportação e, portanto, gerando um maior volume de atividade econômica. Esse crescimento é de especial interesse para os investidores que estão comprando ações de uma empresa inserida nesse cenário, já que a ampliação da atividade econômica representa maior possibilidade de efetuar negócios para essa empresa e, portanto, maior probabilidade de obter lucro.

De forma análoga, quando o PIB cai, representa uma redução na capacidade de produzir e efetuar negócios. Nessa situação, com

a diminuição da atividade econômica da empresa inserida nesse cenário, torna-se desinteressante para o investidor a manutenção das ações em sua carteira.

Para a análise fundamentalista, mais importante que o PIB passado, é o PIB projetado para os próximos períodos. Por ser o principal indicador de atividade econômica, as projeções do PIB afetam diretamente a expectativa futura de consumo por bens e serviços. Desta forma, é importante monitorar os fatores que influenciam o PIB projetado, como demanda interna, câmbio e taxa de juros, que, conforme tratado anteriormente neste capítulo, têm influência sobre a demanda.

Os PIBs de países que mantêm relações comerciais direta ou indiretamente com o Brasil também são importantes, uma vez que as expectativas que recaem sobre eles irão compor as expectativas sobre os resultados das empresas exportadoras no Brasil (Figura 1.3).

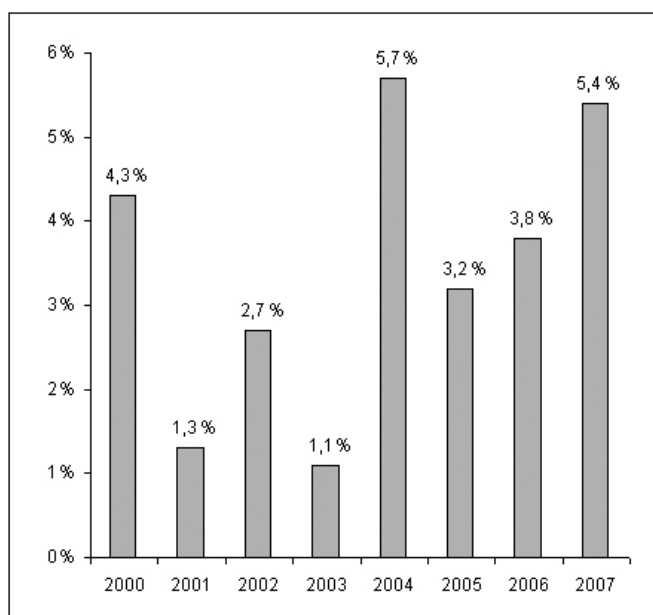


Figura 1.3 – Evolução percentual do PIB desde 2000.

Em um contexto internacional de forte liquidez monetária e incessante busca por investimentos de longo prazo e oportunidades de ganhos, o Brasil está situado em uma confortável zona de risco desde abril de 2008, quando alcançou o grau de investimento (*investment grade*). Desde essa data, vem sistematicamente atraindo capital de empresas que até então o consideravam muito arriscado para investimentos de longo prazo ou não podiam investir aqui em razão de seus próprios critérios de risco que impediam investimentos em países fora do grau de investimento.

Gastos do governo

Apontados como principal causa de incontáveis problemas econômicos e sociais na história brasileira, os gastos excessivos da máquina pública representam atualmente o mais importante desafio, fundamental e imediato, do governo brasileiro rumo ao crescimento econômico sustentável.

A histórica prática de gastar e depois arrecadar em vez de arrecadar e depois gastar, que levou o país a crises inflacionárias e nefastos cenários recessivos, hoje faz parte do passado. A primeira grande conquista nesse tema foi a lei complementar nº 101, conhecida como Lei da Responsabilidade Fiscal, que estabeleceu normas e políticas de gestão fiscal com o objetivo de garantir o equilíbrio das contas públicas. O equilíbrio fiscal existe e vem sendo possível mantê-lo graças ao crescimento econômico e à febre de consumo existente nos grandes países em desenvolvimento, como a China e a Índia. Entretanto, em um país onde a máquina pública muitas vezes é utilizada com excessivo apelo social para conquista de votos, a eficiência do governo em gerir os recursos públicos está muito aquém do necessário para tornar o Brasil um país competitivo, despontando como pólo de investimentos no cenário internacional.

O principal vilão do orçamento é o sistema de previdência e assistência social, que consome recursos equivalentes a cerca de 12% do PIB nacional. O número é duas vezes maior do que o de países com o mesmo número de idosos. Com gastos tão altos nessa esfera, faltam recursos para investimentos em infra-estrutura, educação e saúde.

O segundo vilão dos gastos públicos é a complexidade do sistema fiscal e tributário, que dificulta a vida das empresas com a sobrecarga de impostos, impedindo um maior crescimento da economia.

Nesse cenário, para o investidor que negocia ações brasileiras, é importante acompanhar a condução desses assuntos pelo governo e perceber se as metas definidas estão sendo cumpridas e quais impactos o ambiente macroeconômico sofrerá a cada mudança de contexto. Os anos de eleição presidencial merecem atenção especial, pois neles é comum haver movimentos no sentido de flexibilizar as políticas de gastos e arrecadação com o objetivo de atingir a população e conquistar votos. É importante perceber se as mudanças nessas políticas são, de forma geral, evolutivas ou se remetem o governo a um estágio anterior.

Uma importante referência para o investidor são as declarações divulgadas pelas destacadas agências internacionais de avaliação de risco, como a Fitch Ratings, Standard & Poor's e Moody's, que possuem uma opinião referenciada no mercado internacional e traduzem as expectativas de grandes investidores.

Balanco de pagamentos

O balanço de pagamentos é, para o investidor, uma importante ferramenta que permite monitorar a atividade do país no contexto internacional. Nele estão escrituradas todas as transações financeiras envolvendo empresas e pessoas residentes e não-residentes no país.

Os dados nele contidos são divulgados em dólares norte-americanos, a valores correntes sem ajustamento sazonal. É disponibilizado mensalmente no *site* do banco central: www.bcb.gov.br.

A figura 1.4 demonstra a estrutura básica do balanço de pagamentos e quais linhas podem ser observadas.

Balanço de Pagamentos					
Discriminação	Ano Anterior			Ano Atual	
	Mar	Jan-Mar	Ano	Mar	Jan-Mar
	US\$ milhões				
Balança comercial (FOB)	3 306	8 720	40 028	1 012	2 835
Exportações	12 889	34 002	160 649	12 613	38 690
Importações	9 583	25 282	120 621	11 601	35 854
Serviços e rendas	- 3 423	- 9 440	- 42 537	- 5 790	- 14 584
Receitas	2 614	7 804	35 387	3 376	10 139
Despesas	6 037	17 244	77 984	9 166	24 723
Transferências unilaterais correntes (líquido)	352	961	4 023	349	932
Transações correntes	235	241	1 461	- 4 429	- 10 757
Conta capital e financeira	8 955	24 740	89 155	5 830	20 611
Conta capital	66	206	756	68	166
Conta financeira	8 889	24 535	88 399	5 762	20 445
Investimento direto (líquido)	1 300	8 502	27 518	1 151	4 308
No exterior	- 1 466	1 936	- 7 067	- 1 932	- 4 491
Participação no capital	- 2 462	- 3 345	- 10 091	- 6 70	- 4 018
Empréstimos intercompanhias	997	5 282	3 025	- 1 262	- 474
No país	2 766	6 566	34 585	3 083	8 799
Participação no capital	2 390	5 651	26 074	1 713	6 016
Empréstimos intercompanhias	376	915	8 510	1 370	2 783
Investimentos em carteira	4 240	9 448	48 390	5 196	5 652
Ativos	525	367	286	- 153	- 544
Ações	- 18	- 245	- 1 413	- 145	- 579
Títulos de renda fixa	543	613	1 699	- 8	35
Passivos	3 715	9 081	48 104	5 349	6 196
Ações	- 66	2 610	26 217	1 284	- 2 067
Títulos de renda fixa	3 781	6 470	21 887	4 065	8 263
Derivativos	- 19	- 111	- 710	9	- 195
Ativos	29	32	88	32	- 69
Passivos	- 48	- 143	- 799	- 22	- 126
Outros investimentos	3 367	6 696	13 201	- 594	10 680
Ativos	- 3 856	- 5 701	- 18 723	- 4 031	- 2 520
Passivos	7 223	12 398	31 923	3 437	13 201
Erros e omissões	- 661	- 1 612	- 3 131	- 61	- 1 637
Varição de reservas (- = aumento)	- 8 529	- 23 370	- 87 484	- 1 341	- 8 217
Memo:					
Resultado global do balanço	8 529	23 370	87 484	1 341	8 217
Transações correntes/PIB (%)	-	0,08	0,11	-	- 3,16
IED/PIB (%)	-	2,13	2,63	-	2,59
Amortizações de médio e longo prazos	2 680	13 272	38 100	2 024	4 605
Pagas	2 670	13 067	37 296	2 013	4 592
Refinanciadas	-	-	-	-	-
Conversões	11	206	804	11	13

Entre as informações que estão disponíveis no balanço, podemos destacar as seguintes:

- **Variação de reservas:** Permite avaliar o resultado geral do balanço e observar se esteve em déficit ou em superávit. A mesma informação pode ser obtida na linha “Resultado global do balanço”. A indicação de déficit aponta o país como um cenário de maior risco para os investimentos estrangeiros, afastando-os de nosso mercado, ao passo que a predominância do superávit, e até seu crescimento, atrai novos investimentos para o país, já que passa uma imagem de credibilidade, demonstrando um crescimento sustentado da economia.
- **Balança comercial:** Permite avaliar o resultado líquido do somatório entre as contas de importação e exportação. Essa informação é importante para avaliar tendências, bem como antever o comportamento do dólar. Quando a tendência é de aumento das exportações, podemos esperar maior entrada de dólares e conseqüente redução no preço dessa moeda. Já o acréscimo nas importações demandará também a necessidade por dólares, aumentando assim seu preço.
- **Conta financeira:** A entrada e a saída de capital para investimento no país são contabilizadas dentro dessa estrutura. Assim como em um balanço, os grupos desta estrutura são divididos em ativo e passivo. O grupo dos ativos representa os investimentos no exterior detidos por residentes e o grupo dos passivos representa os investimentos no país detidos por não-residentes. Na composição da conta financeira, podemos destacar:
 - a conta de “Investimento direto”, apesar de não possuir a indicação de ativo e passivo, funciona da mesma forma, ou seja, o grupo “No exterior” representa o ativo e o grupo “No país”, o passivo. Essa conta registra todos

os ativos e passivos considerados investimentos propriamente ditos;

- a conta “Investimentos em Carteira” registra o fluxo de ativos e passivos compostos de investimentos em ações e títulos de renda fixa, como os títulos de dívida emitidos no país;
- a conta “Derivativos” registra o fluxo proveniente de operações derivadas como *swap*, opções e futuros;
- por fim, a conta “Outros investimentos” registra os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos, a movimentação de disponibilidades no exterior, cauções, depósitos judiciais e garantias para empréstimos vinculados a exportações.

Além dessas informações disponíveis no quadro principal do balanço, o Banco Central do Brasil disponibiliza, em seu *site*, dezenas de quadros com o detalhamento das linhas e outras informações consolidadas.

Capacidade de pagamento da dívida externa

A dívida externa pode ser definida como o somatório dos débitos de um país perante seus credores internacionais. Esses débitos podem ser provenientes de empréstimos e financiamentos contraídos no exterior pelo governo ou por empresas estatais e privadas dos mais variados setores.

A capacidade de pagamento da dívida externa é vista pelo mercado como uma medida que se traduz em risco. Se um país possui divisas suficientes para pagar toda sua dívida externa, a chance de alguma situação levá-lo à moratória é muito pequena.

Atualmente, o Brasil se encontra em uma situação confortável em relação à capacidade de pagamento da dívida externa. Com o aquecimento econômico mundial estimulado pelos grandes países em desenvolvimento, como Índia e China, o país se tornou um grande exportador dos mais variados bens e serviços, o que tem trazido um grande volume de capital estrangeiro para cá.

Apesar de essa situação tornar o real mais apreciado perante o dólar, o volume de importações em crescimento não tem sido o suficiente para afetar a balança comercial, que tem se mantido equilibrada.

A atual condição do país o coloca em um cenário onde figura como porto seguro para investimentos entre os países emergentes, posição esta que, somada aos demais fatores conjunturais, permitiu que o país adquirisse a primeira nota do grau de investimento por reconhecidas agências internacionais de avaliação de risco. Com uma classificação de risco menor, governo e empresas terão acesso a empréstimos e financiamentos com juros menores, o que, por sua vez, ajudará na redução da dívida externa e na melhora do perfil de risco. Nesse contexto, o fluxo de capital estrangeiro para investimentos de longo prazo certamente continuará aumentando.

Commodities

Commodities são produtos em estado bruto ou com pequeno grau de industrialização, negociados de maneira global em bolsas de mercadorias e futuros.

Por serem amplamente negociadas e necessárias a todas as economias do planeta, são comercializadas de forma organizada por meio de bolsas que também permitem a negociação de contratos futuros, ou seja, contratos negociados hoje, mas que garantam o fornecimento futuro a um preço predeterminado. Como exemplos de itens negociados nos mercados nacional e internacional

de *commodities*, podemos citar: petróleo, gás natural, ouro, prata, alumínio, cobre, aço, carvão, açúcar, soja, milho, trigo, álcool, etanol, boi gordo, café, cacau e algodão. Esses são apenas alguns exemplos de *commodities* importantes para o mercado brasileiro, bem como para empresas brasileiras que as vendem ou dependem delas como matéria-prima para seus produtos.

As *commodities* têm um papel indireto, porém importante no movimento do mercado de ações. A expectativa do preço futuro das *commodities*, percebida diariamente nos contratos negociados na BM&F e nas demais bolsas mundiais, afeta as projeções de custo e as projeções de faturamento de grandes empresas que possuem seus papéis negociados na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo).

A *commodity* mais importante do mercado mundial é o petróleo. Em razão de sua complexidade e abrangência, será tratada em tópico específico ainda neste capítulo.

Desde 2007, o forte crescimento econômico de países como China e Índia tem elevado de maneira histórica a demanda por diversas *commodities* necessárias a seu desenvolvimento, como alimentos, minérios e metais. Nesse cenário, empresas brasileiras exportadoras dessas *commodities* têm obtido resultado extremamente positivo e grande parte do bom desenvolvimento percebido no país é resultado desse movimento.

Entre as principais empresas que possuem ações categorizadas como *blue chips* na Bovespa e possuem sensibilidade à variação de preço de alguma *commodity*, no custo ou na receita, temos:

- **Companhia Vale do Rio Doce:** Grande exportadora de minério de ferro, alumínio, níquel, cobre, cobalto e metais do grupo da platina. Exporta para países em forte crescimento como China, Índia e países do Leste Europeu.

- **Petrobras:** Sexta maior companhia de petróleo do mundo, atuando nos segmentos de petróleo e seus derivados, insumos petroquímicos, gás natural e biocombustíveis.
- **Metalúrgica Gerdau:** Produtora de aço bruto e laminados, atende ao mercado interno e ao externo, tendo sido extremamente beneficiada pelo aumento de preço do aço no mercado mundial.
- **Companhia Siderúrgica Nacional (CSN):** Produtora de aços planos com grande participação no mercado interno.

O Brasil, por meio de empresas como as citadas anteriormente, é um grande exportador de *commodities*. A exportação desses produtos representa cerca de 65% da pauta de exportação do país. Esse percentual é tão representativo que acaba por criar um efeito interessante de proteção contra a inflação por meio do câmbio.

Em momentos de grande valorização nos preços das *commodities* (como o observado desde 2005, com a forte aceleração do crescimento nos países emergentes), espera-se que o aumento nesses preços leve muita riqueza aos países exportadores desses produtos.

Esse aumento de riqueza amplia rapidamente a oferta monetária existente na economia, fazendo que haja uma pressão inflacionária causada tanto pelo aumento de riqueza quanto pelo incremento no preço desses insumos no mercado interno.

Pelo fato de o Brasil possuir um regime de câmbio flutuante, em que a cotação do dólar é determinada pelo equilíbrio entre a oferta e a demanda pela compra da moeda, o “efeito exportação” pressiona a moeda estrangeira para baixo. Por ser um exportador líquido de *commodities*, o Brasil recebe muita moeda estrangeira, que é trocada por reais para pagar as empresas exportadoras. Isso reduz o preço do dólar, valorizando o real e tornando mais atrativa a importação de produtos internacionais.

Apesar de esse movimento ser criticado por representantes da indústria – uma vez que torna os preços do produto nacional menos competitivos internacionalmente –, esse efeito acaba criando um descolamento inflacionário.

Enquanto os países exportadores com regime de câmbio fixo têm que lidar com o aumento da base monetária e também com o da matéria-prima interna criando políticas monetárias austeras, o Brasil consegue lidar com a situação aumentando a oferta de produtos importados com preços mais baixos, evitando a escalada inflacionária e reduzindo o problema à economia local, que pode ser tratado mais facilmente com aumento da taxa de juros e políticas setoriais para fomentar a oferta local.

Petróleo

Atualmente, o petróleo é a principal fonte de energia do planeta, constituindo-se na matéria-prima básica para fabricação de inúmeros produtos, como combustíveis, lubrificantes e insumos petroquímicos. Situa-se entre as *commodities* negociadas no mercado futuro que mais afetam a economia em qualquer país do mundo.

Sobre o aspecto da formação de preço, podemos dizer que “o preço do petróleo influencia até mesmo o preço do petróleo”. Apesar da retórica, essa afirmação faz certo sentido ao analisarmos o conjunto de fatores presentes na formação de preço do petróleo e, posteriormente, o efeito desse preço na saúde da economia mundial.

O preço do petróleo é, primeiramente, formado pela relação entre a oferta e a demanda, como qualquer outra *commodity*.

Na ponta da oferta, temos os países membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), à qual pertencem Arábia Saudita, Irã, Emirados Árabes Unidos, Venezuela, Kuwait,

Nigéria, Argélia e Iraque, além dos países não-membros representados pela Rússia, Estados Unidos, República Popular da China, México, Canadá, Noruega e Brasil. A OPEP detém 80% das reservas e responde por 40% da produção mundial de petróleo. Tal grandeza faz que os costumeiros conflitos do Oriente Médio, a concentração de mercado e o interesse dos produtores alterem freqüentemente a oferta do produto.

Na outra ponta, a da demanda, temos um conjunto complexo de fatores estruturais e conjunturais da economia que acabam por determinar o quanto a indústria, o comércio e os consumidores finais estarão dispostos a consumir. O acelerado crescimento de países em desenvolvimento como a China, a Índia e o Brasil, a recuperação do setor de aviação após os atentados de 11 de setembro de 2001, a dificuldade em encontrar substitutos baratos para os insumos e combustíveis derivados do petróleo e a imprevisibilidade do consumo são alguns dos inúmeros fatores que determinam a dificuldade em estabelecer a demanda futura de consumo.

O risco da interrupção no fornecimento aliado a um moderno mercado futuro de *commodities* faz que os consumidores negociem contratos com o objetivo de garantir sua necessidade futura de consumo de petróleo, determinando, desta maneira, seu preço.

Entendendo como funciona a formação de seu preço, podemos observar quais são os principais impactos do petróleo sobre as empresas e a economia, de modo geral.

Qualquer atividade produtiva tem, em sua estrutura de custos, a influência direta ou indireta do petróleo. De combustíveis para máquinas, fornos e veículos a insumos para produção de medicamentos, plásticos, carpetes e materiais sintéticos, toda empresa tem algum nível de sensibilidade a variações no preço do petróleo.

Além dos impactos diretos na produção, existem também os que recaem sobre a logística de distribuição, especialmente num país como o nosso, onde o transporte de matérias-primas e produtos acabados é essencialmente rodoviário ou aéreo e, portanto, totalmente dependente do petróleo. Esse aspecto do impacto causado pelo preço do petróleo tem um efeito do tipo cascata, pois interfere nos custos de toda a cadeia de fornecimento, já que todas as empresas envolvidas se utilizam desse tipo de transporte, mesmo que sua atividade produtiva não tenha alto grau de dependência em relação ao petróleo.

Somado a esse efeito de acréscimo nos custos da produção e, conseqüentemente, no preço do produto final ofertado nas prateleiras das lojas, temos a redução no consumo, causada pela queda do poder aquisitivo do consumidor final, obrigado a pagar mais caro pela gasolina que coloca em seu automóvel ou pela tarifa de ônibus que utiliza para ir ao trabalho.

O resultado dessa soma é a queda no faturamento das empresas e, posteriormente, na apuração de seus lucros em balanço.

Essas são as razões que nos levam a enxergar o reflexo da variação da cotação do petróleo nos movimentos de preços das ações negociadas em bolsas de valores.

Pequenas oscilações para cima e para baixo não chegam a causar grande efeito no preço das ações, uma vez que o mercado de futuros permite aos compradores garantir o preço do petróleo para o fornecimento futuro. Porém, quando há temor de escassez, torna-se difícil projetar o custo, o consumo e, por conseqüência, o resultado financeiro das empresas para os próximos anos. Quando isso ocorre, percebemos uma grande volatilidade no preço das ações. Essa volatilidade representa o temor do mercado sobre a

saúde da economia e sua capacidade de crescimento. Na figura 1.5, observamos uma seqüência de movimentos crescentes no preço do petróleo e a instabilidade gerada no índice Dow Jones.

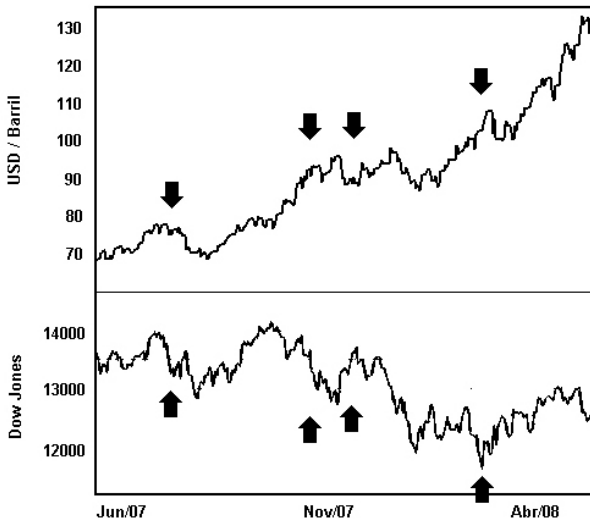


Figura 1.5 – Queda Dow Jones x alta do petróleo.

Em 1973, os países árabes impuseram um embargo às economias americana e européia, reduzindo drasticamente a oferta de petróleo disponível. O preço da *commodity* rapidamente quadruplicou. O preço da matéria-prima tornou cara e inviável a atividade de muitas empresas, que fecharam as portas iniciando um ciclo de desemprego estrutural e retração da atividade econômica. Foi a recessão mais forte desde a Grande Depressão de 1932. Em 1979, novos conflitos no Oriente Médio reduziram a oferta criando um novo período recessivo tanto na Europa quanto na América do Norte.

A figura 1.6 mostra-nos a evolução dos preços do petróleo desde 1947, indicando os pontos onde ocorreram os principais impactos de sua oscilação na economia.

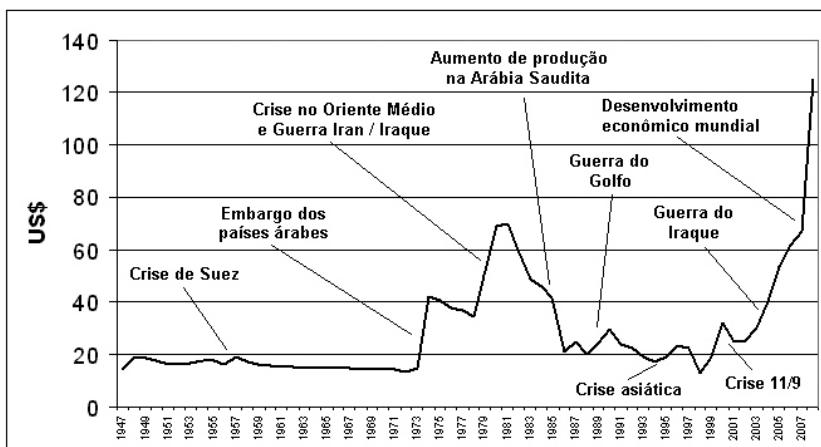


Figura 1.6 – Preços do petróleo desde 1947.

Para as companhias que vendem o produto, como a brasileira Petrobras, a correlação é positiva. A figura 1.7 demonstra claramente como a alta do petróleo afeta positivamente a coluna de receita da companhia, traduzindo-se em maior expectativa de lucro e, mais tarde, maior retorno ao acionista. Vemos nessa figura um comparativo entre os preços do petróleo e das ações PN da Petrobras (PETR4).

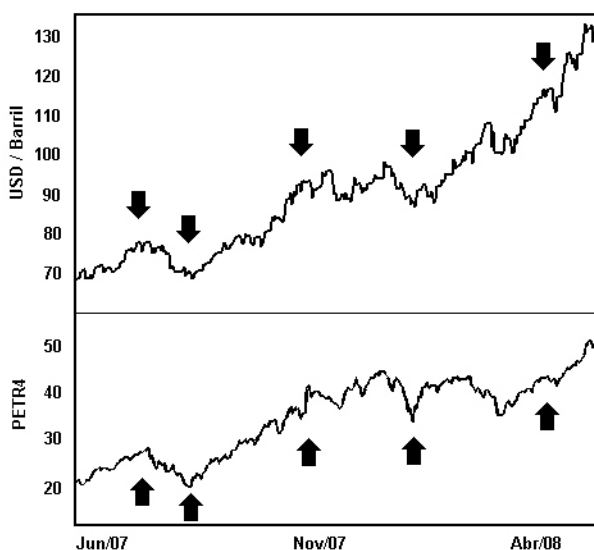


Figura 1.7 – PETR4 x alta do petróleo.

Com relação à economia brasileira, ao avaliarmos a variação do preço do petróleo, sempre devemos considerar a atual capacidade de fornecimento da Petrobras, que coloca o país na situação de auto-suficiência na produção de combustíveis fósseis. Essa situação, aparentemente confortável, transmite à nossa economia certa tranquilidade com relação às contas externas, uma vez que não se torna mais necessário o endividamento do país com a importação de petróleo.

Para os consumidores internos, entretanto, o aumento de preços do petróleo significa forte alteração na estrutura de custos e, como já citamos, redução na capacidade de consumo que poderia ser direcionada a outros setores da economia.

Vamos analisar agora o comportamento do Ibovespa (principal índice da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo) em relação às oscilações nos preços do petróleo, no mesmo período em que observamos a correlação com o índice Dow Jones, na figura 1.5.

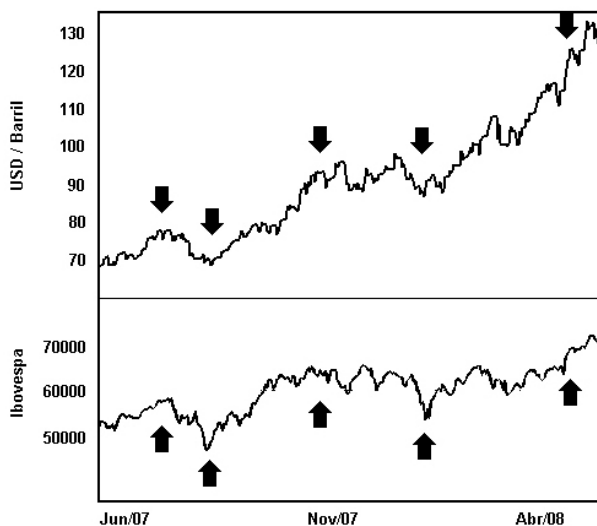


Figura 1.8 – Ibovespa x alta do petróleo.

Perceba que o índice não sofre os mesmos impactos que percebemos na trajetória do Dow Jones, mantendo seus movimentos mais aderentes às oscilações do petróleo. Esse efeito se deve à grande participação das ações da Petrobras na composição do Ibovespa (18% em agosto de 2008). No índice Dow Jones, não há nenhuma empresa petrolífera que possua participação tão significativa. Na verdade, os índices americanos são compostos de um número muito maior de ações do que os índices brasileiros, uma vez que o mercado de capitais dos Estados Unidos é muito maior que o nosso, tornando o índice Dow Jones sensível às oscilações do petróleo, porém em razão inversa.

Essa diferença de comportamento nos mostra quão complexo é o efeito dos diversos fatores que influenciam o mercado. O investidor deverá estar sempre atento às condições de cada mercado em que operar, já que uma estratégia de investimento que funciona bem no Brasil pode se mostrar desastrosa no mercado americano.