



Avaliação do risco corporativo no México

Julian Chow e Fabián Valencia

3 de dezembro de 2015

Enquanto os Estados Unidos se aproximam do momento de elevar as taxas de juros pela primeira vez em quase uma década, muitos mercados emergentes estão vendendo o valor de suas moedas desabar, e os mercados financeiros estão mais voláteis de modo geral. Um foco de preocupação é o impacto sobre as empresas dos mercados emergentes, que aumentaram consideravelmente seu endividamento desde a crise, muitas vezes em moeda estrangeira, devido ao acesso fácil aos mercados internacionais de capital.

Em nosso [estudo](#) recente, testamos a solidez financeira das empresas mexicanas diante de condições financeiras menos favoráveis. A forte depreciação do peso frente ao dólar nos últimos 12 meses e a ampliação dos spreads já constituem uma espécie de teste, que as empresas conseguiram superar com excelente desempenho. Mas decidimos ir além e submeter os balanços corporativos a testes de estresse envolvendo uma nova deterioração das condições financeiras. Os resultados indicam que o setor financeiro continuaria resiliente.

Tirar proveito da liquidez global

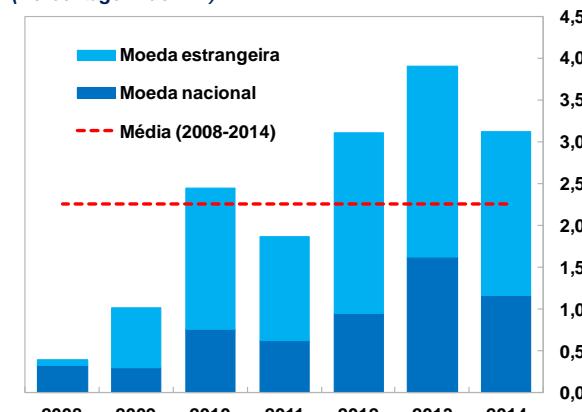
As empresas mexicanas aproveitaram o acesso fácil aos mercados internacionais de capital nos anos que se seguiram à crise financeira mundial de 2008 e emitiram um grande volume de títulos (Gráfico 1).

O México é o segundo maior emissor de títulos corporativos na América Latina, com uma dívida corporativa total — que inclui as empresas estatais e a subsidiárias estrangeiras de empresas mexicanas — equivalente a 32% do PIB em 2014 (contra 28% do PIB em 2010).

A emissão de títulos foi utilizada em grande medida para reduzir os custos do crédito (refinanciando a taxas mais baixas) e

alongar a estrutura de vencimentos da dívida. Apenas 10% do total dos títulos corporativos vence em 2015 e 2016, enquanto a maioria vence em 2020 ou além. Isso deve fortalecer a posição financeira das empresas mexicanas e aumentar sua resistência a choques. Contudo, cerca de dois terços da emissão líquida está expressa em moeda estrangeira, o que poderia tornar o setor mais vulnerável à depreciação do peso.

Gráfico 1
Emissão líquida de títulos corporativos por empresas mexicanas
(Porcentagem do PIB)



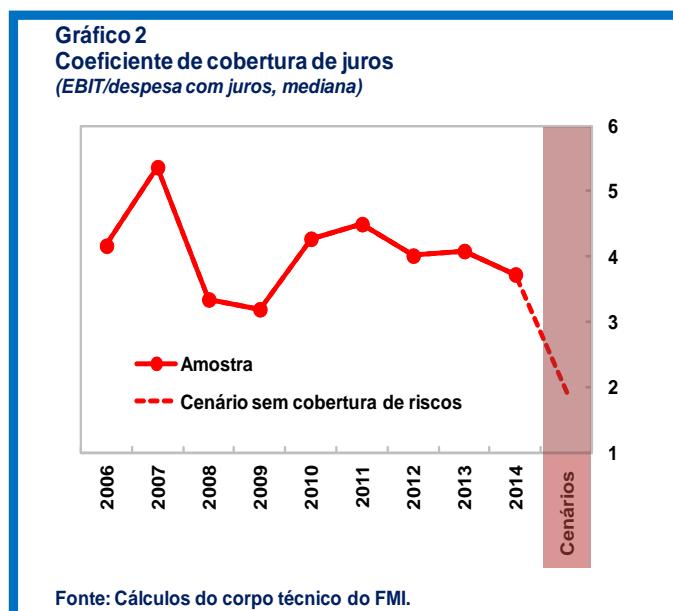
Fonte: Cálculos do corpo técnico do FMI.

Balanços corporativos

Para medir a solidez das empresas mexicanas, analisamos sua sensibilidade à tensão financeira, utilizando dados de 121 empresas não financeiras cotadas em bolsa. Nossa estudo pressupõe a seguinte combinação de choques: aumento de 30% no custo do crédito, queda de 20% nos lucros e depreciação do peso de 30% frente ao dólar e de 15% frente ao euro.

Para colocar em perspectiva a gravidade desse choque, vale lembrar que durante a crise financeira mundial o aumento mediano do custo do crédito entre as empresas mexicanas foi de 10%, a queda mediana dos lucros foi de 20% e a depreciação do peso frente ao dólar foi de 30% nos seis primeiros meses da crise.

Nossa análise mostra que esses choques combinados enfraqueceriam a capacidade das empresas de cumprir o serviço da dívida, como ilustra o declínio do coeficiente de cobertura dos juros —definido como a relação entre os lucros antes dos pagamentos de juros e impostos e a despesa com juros (Gráfico 2). Mas o setor corporativo permaneceria resiliente, e muito poucas empresas correriam o risco de enfrentar dificuldades para amortizar sua dívida. Em outras palavras, os lucros corporativos permaneceriam elevados o suficiente para pagar a dívida nos cenários dos testes de estresse. Essa conclusão se mantém válida mesmo quando assumimos a ausência de mecanismos de cobertura (ou isolamento) contra a depreciação da moeda. Na realidade, parte do risco cambial é coberto naturalmente (uma vez que algumas empresas têm lucros expressos em dólares) ou por meio de instrumentos financeiros.



Impacto na economia real

Mesmo que as empresas continuem a pagar suas dívidas no cenário de estresse, algumas podem decidir reduzir o investimento enquanto buscam reconstituir suas reservas e reforçar a capacidade de cumprir o serviço da dívida. Efetuamos também uma avaliação empírica das prováveis consequências de um aumento da tensão financeira para o crescimento. Consideramos dois canais: uma queda do investimento entre as empresas afetadas e uma redução da oferta de crédito por parte dos bancos.

Nossos resultados indicam que os graves choques presumidos provavelmente teriam um impacto modesto no crescimento do PIB real (entre 0,2 e 0,4%) por meio desses dois canais.

Monitoramento dos riscos

O México fez progressos importantes no monitoramento dos riscos corporativos. Por exemplo, exige-se que as empresas cotadas divulguem trimestralmente informações financeiras detalhadas sobre suas posições em derivativos. Continuar a aperfeiçoar o monitoramento e a análise dos balanços corporativos deve contribuir para a identificação precoce e a mitigação dos riscos que poderiam ameaçar a estabilidade financeira.



Julian T.S. Chow é Perito do Setor Financeiro na Divisão de Análise dos Mercados Globais do Departamento de Mercados Monetários e de Capitais do FMI. Contribui para o relatório sobre a estabilidade financeira mundial (*Global Financial Stability Report*) em temas relacionados aos setores bancário e corporativo dos mercados emergentes. Iniciou sua carreira no Bank Negara Malaysia (Banco Central da Malásia), onde ocupou o cargo de Gerente Interino de Câmbio no Departamento de Investimento e Tesouraria. Trabalhou também no setor privado, como Gerente Sênior de Fundos/Chefe de Renda Fixa e Derivativos do mercado asiático na empresa Amlnvestment Management. É Analista Financeiro Certificado (CFA), com mestrado e licenciatura em Finanças pelo Royal Melbourne Institute of Technology (Austrália) e a London School of Economics (Reino Unido), respectivamente.



Fabián Valencia é Economista Sênior do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI, concentrando-se no México. Anteriormente, trabalhou no grupo de macrofinanças do Departamento de Estudos e no grupo de resolução de crises do Departamento de Mercados Monetários e de Capitais. Seus estudos abordam a intermediação financeira e a economia real, a estrutura de capital dos bancos e as crises bancárias, em particular suas consequências e as políticas formuladas para resolvê-las. É doutorado em Economia pela Universidade Johns Hopkins.