

# CartaCapital

## Economia

### O inverno do crédito

por Carlos Drummond — publicado 04/10/2015

*A desvalorização do real, somada à recessão, pressiona o caixa das empresas endividadas em dólar*

A preocupação do governo com o elevado endividamento em dólar de empresas brasileiras tem base real, mas conflita com a insistência de Brasília em aplicar políticas que só agravam a situação. As medidas de austeridade do ajuste fiscal impostas à economia em recessão, o estrangulamento do crédito e a escalada dos juros comprometem a capacidade de geração de receita indispensável para contrabalançar o aumento do passivo em moeda estrangeira de muitas firmas, inclusive das maiores produtoras de commodities.

O montante das dívidas atinge cerca de 200 bilhões de dólares. Desse total, 150 bilhões não têm proteção ou hedge, calcula Ricardo Gallo, sócio da Gallo Investimentos. "O problema não é o nível, mas a velocidade da desvalorização atual. O câmbio demorou três anos para passar de 1,5 para 2,5 reais por dólar, entre 2011 e 2014, mas do ano passado até agora saltou de 2,5 para 4 reais. No primeiro caso, avançou 16% ao ano e acumulou 60% de desvalorização. No segundo, variou os mesmos 60% em alguns meses. Foi muito rápido, as empresas que estavam com posições a descoberto não tiveram tempo de se proteger", diz o ex-diretor do BankBoston e ex-administrador da JSI Investimentos, da família Safra. Algumas companhias se endividaram em dólar com financiamentos de longo prazo relativamente baratos. Em consequência da rápida valorização do dólar, a dívida sofreu um aumento brusco. Para piorar, as vendas e a margem de lucro desabaram sob o efeito da recessão e da retração da demanda. Na prática, estão mais endividadas, mas não geram mais caixa. "Temos hoje uma combinação muito perversa para as empresas que se endividaram em dólar e estão com suas margens comprimidas. E preciso tomar muito cuidado. E esse o nó da questão, não é só a alta do dólar", analisa Gallo.

As principais empresas de commodities perderam margem de lucro e se endividaram em dólares. "É algo preocupante, mostra que hoje existe um risco de crédito no sistema maior do que no passado. Acho que podemos ter uma onda de inadimplência de pessoa jurídica. Você pode ver pelo número de recuperações judiciais." Em agosto, os requerimentos de recuperação judicial aumentaram 3% e os de falência, 6,9%, na

comparação com o mês anterior, segundo o acompanhamento da Serasa Experian. A variação em relação a agosto do ano passado mostra o resultado do aprofundamento da recessão nos últimos trimestres. As solicitações de recuperação judicial cresceram 113,8% e aquelas de falências, 24,2%.

Em julho, a Serasa registrou 3,5 milhões de empresas com dívidas em atraso no País, metade do total de firmas em funcionamento, uma quantidade 8,9% superior àquela registrada no mesmo período do ano passado. Os problemas variam desde a entrada em recuperação judicial a atrasos no pagamento de empréstimos bancários, emissão de cheques sem fundo, títulos protestados em cartório, ações judiciais por inadimplência de fornecedores e empregados e corte de luz e telefone.

No caso das empresas produtoras de commodities, há diferenças importantes entre os setores. Todas as indústrias de papel e celulose têm endividamento em dólar, mas a cotação do seu produto nessa moeda proporciona uma proteção natural. Minério, óleo e aço são os segmentos mais afetados, menos por causa do dólar e mais pela queda dos preços das commodities. Uma pequena parte do endividamento em moeda estrangeira da Petrobras, superior a 100 bilhões de dólares, conta com hedge ou proteção. O fato de o preço da gasolina estar hoje alinhado ao parâmetro internacional ameniza o problema. Rumores sobre a exposição cambial das produtoras de aço levaram algumas empresas a emitir notas de esclarecimento ao mercado, na quarta-feira 23. A CSN afirmou ter hedge da totalidade da sua dívida de 4,7 bilhões de dólares e a Usiminas disse contar com proteção cambial para boa parte do seu débito em dólar, equivalente a 44% do total. Nos segmentos de grãos e de carnes, os preços externos caíram menos, os internos subiram e as empresas têm ganhado dinheiro.

Para Luiz Fernando de Paula, da Universidade Estadual do Rio de Janeiro, a situação é preocupante, por envolver grandes empresas, mas uma crise de crédito é improvável por se tratar principalmente de empréstimos externos, sem impacto direto sobre o setor bancário. "Não quebra as empresas, muitas delas com receitas em dólares, mas reduz os lucros e tem efeitos negativos nos investimentos." Segundo o economista, estudos empíricos mostram que desvalorizações reais da taxa de câmbio de até 12% têm efeito positivo sobre o crescimento econômico, enquanto grandes depreciações produzem resultado negativo. O governo deveria atuar no mercado cambial, com operações de swap e eventualmente reservas, para evitar uma desvalorização maior. "Eu não descartaria até mesmo alguma ação no mercado de derivativos cambiais, pois esse mercado é bastante significativo no Brasil."

A crise de crédito é real diante da atrofia dos bancos públicos no âmbito do ajuste fiscal, combinado com elevação da taxa de juros e a restrição dos financiamentos, retraídos também diante da situação de solvência de muitas empresas, aponta Antônio Corrêa de Lacerda, da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. "Trata-se do conceito clássico definido por Keynes como armadilha da liquidez. Ou seja, há dinheiro, mas a desconfiança faz com que o mercado trave." No Brasil, existe a agravante de os títulos do Tesouro remunerarem aplicações a qualquer prazo com a maior taxa de juro real do mundo. "Por que os bancos privados emprestariam, se podem ganhar com títulos públicos, sem risco?" Não existe substituto imediato para ocupar a lacuna dos bancos públicos, há uma paralisação do mercado de crédito. E preciso agir rápido e

liberar compulsórios vinculados ao aumento da oferta de crédito e reduzir os spreads, propõe o economista.

Segundo Pedro Paulo Zahluth Bastos, da Unicamp, é preciso examinar a situação em um contexto amplo e em perspectiva histórica. A reversão do ciclo financeiro e de commodities global coincide, no País, com uma política recessiva pró-cíclica que agrava a queda de receitas e o medo de investir e se endividar de empresas, bancos e famílias. Além disso, "a desvalorização descontrolada da moeda brasileira, sem uma administração gradualista por parte do Banco Central, aumenta a incerteza e encarece muito a dívida privada externa, piora a inflação e a perda de renda real de famílias e empresas que dependem de fornecedores externos". Na opinião do economista, esta é a "receita perfeita para uma crise financeira. Esta pode ocorrer porque depende da confiança, que está no fio da navalha" O ajuste recessivo não melhorou a confiança privada. Ao contrário, piorou --a sensivelmente, a ponto de elevar o risco de uma crise de crédito, com perda de confiança no sistema de financiamento.

Nos últimos dez anos, a dívida das empresas brasileiras aumentou o equivalente a 15% do PIB, divulgou o Fundo Monetário Internacional na segunda-feira 28. Foi a quarta maior elevação em um grupo de 20 países emergentes, abaixo de China (25% do PIB), Turquia (20%) e Chile (20%). O endividamento das empresas do grupo passou de 4 trilhões de dólares para 18 trilhões na década, um salto de 50% para cerca de 75% do PIB. Os passivos cresceram mais nos setores de construção e petróleo e gás. O avanço da dívida das companhias aumenta a vulnerabilidade dos países a elevações de juros e valorizações do dólar, aponta o Fundo Monetário Internacional. E o famoso círculo vicioso.