



**NOTA CEMEC FIPE 01/2023**

**RISCOS DE UMA CRISE DE CRÉDITO E A  
SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS ABERTAS**

**JANEIRO DE 2023**

## ÍNDICE

<b>1. SUMÁRIO</b>	<b>1</b>
<b>2. CENÁRIO MACRO E SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS</b>	<b>3</b>
2.1 Como pode ocorrer uma crise de crédito	3
2.2 Desafios do cenário macroeconômico dos últimos anos	5
2.3 Evolução recente da inadimplência das empresas	10
<b>3. OFERTA DE RECURSOS REDUZ CRESCIMENTO NO SEGUNDO SEMESTRE DE 2022 E MERCADO DE DEBÊNTURES TEM IMPACTO NEGATIVO EM 2023</b>	<b>14</b>
3.1 Volume de recursos de financiamento	14
3.2 Taxas de juros dos recursos de financiamento das empresas	20
<b>4. SITUAÇÃO FINANCEIRA EMPRESAS ABERTAS E AS EMPRESAS DO COMÉRCIO VAREJISTA NO ANO TERMINADO EM 3T 2022</b>	<b>27</b>
4.1 Representatividade dos resultados das empresas abertas	27
4.2 Situação financeira do agregado das empresas abertas ex Petrobras, Eletrobras e Vale e das empresas abertas do comércio varejista	28
4.3 Distribuição dos indicadores financeiros por empresas	31
<b>5. TENDÊNCIAS DA SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS ABERTAS EM 2023</b>	<b>36</b>
5.1 Empresas abertas ex Petrobras, Eletrobras e Vale	36
5.2 Empresas abertas do comércio varejista	39
5.3 Crescimento de despesas financeiras e geração de caixa das empresas abertas	40
<b>6. CONCLUSÕES</b>	<b>43</b>
<b>1. EQUIPE TÉCNICA</b>	<b>45</b>

## 1. SUMÁRIO

O aumento dos índices de inadimplência das empresas, num quadro de queda das taxas de crescimento e provável permanência de altos custos de financiamento nos próximos trimestres, tem levado a preocupações sobre os riscos de uma crise de crédito especialmente depois do pedido de recuperação judicial de uma empresa do porte da Lojas Americanas. O objetivo desta Nota é analisar a evolução recente dos principais indicadores da inadimplência, disponibilidade de recursos e custos do financiamento das empresas e da situação financeira das empresas abertas, para formular algumas hipóteses sobre riscos da ocorrência de uma crise de crédito nos próximos meses, num cenário de desaceleração de crescimento e manutenção de elevados custos financeiros.

A análise da evolução macroeconômica dos últimos anos gerou alguns movimentos que podem criar condições para o aumento da probabilidade de ocorrência de uma crise de crédito. A adoção de medidas emergenciais de política fiscal e monetária para mitigar os efeitos recessivos da pandemia levaram a uma rápida recuperação do nível de atividades com o relaxamento das medidas de afastamento social e as baixas taxas de juros favoreceram o aumento de alavancagem e do endividamento das empresas e dos consumidores. Aceleração da inflação como resultado do comprometimento das cadeias de oferta e depois com a guerra da Ucrânia, levou à acelerada elevação das taxas de juros, queda de renda real, redução da demanda e do crescimento combinado com o forte aumento das despesas financeiras. Nas projeções do mercado, que inclui a redução do crescimento e manutenção de elevadas taxas de juros, pode afetar a confiança de bancos e investidores do mercado de capitais na capacidade de as empresas atenderem aos serviços de dívida, e criar as condições de uma crise de crédito que se materializa com a dificuldade das empresas rolares ou refinanciarem suas dívidas.

Para avaliar a evolução desses riscos, foram usados os dados disponíveis até janeiro de 2023, para analisar a evolução do endividamento das empresas, os índices de inadimplência e as condições da oferta de recursos de crédito bancário e do mercado de capitais. A análise da situação financeira e sua tendência do conjunto da amostra de 470 empresas abertas, mostra que se parte de uma situação financeira favorável em 3T2022,

mas que devem manter tendência negativa nos próximos trimestres, com redução de margem bruta e de geração de caixa e altas despesas financeiras. As empresas do comércio varejista apresentam forte crescimento da dívida líquida, mas apesar da sua queda, apresentam índice de cobertura de despesas financeiras da ordem de 1,8, indicadores essa muito superiores aos observados na crise de 2016.

Com os dados disponíveis até janeiro de 2023, não há indicações da ocorrência de uma crise de crédito, mas a tendência de queda do crescimento do PIB e permanência altas taxas de juros podem agravar o quadro daí por diante. Parece ser improvável crise de crédito bancário. Embora muito, muito cedo para conclusões, o mercado de dívida privada é um ponto de atenção, com aumento de spreads com sinais de dificuldades de colocação de novas emissões no mercado.

## 2. CENÁRIO MACRO E SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS

### 2.1 Como pode ocorrer uma crise de crédito

Não é objetivo desta Nota promover uma análise do desempenho da economia brasileira nos últimos anos. Entretanto, é indispensável considerar que nesse período as empresas têm enfrentado o grande desafio de gerar resultados e preservar sua sobrevivência financeira num período marcado desde 2020 por grandes variações do nível de atividade, de preços e taxas de juros.

Os riscos de uma crise de crédito têm ocupado parte relevante do debate e do noticiário econômico nas últimas semanas<sup>1</sup>. A longa história de crises financeiras e especialmente de crises de crédito, analisada no excepcional trabalho de Rogoff e Reinhart<sup>2</sup>, mostra que essas crises apresentam semelhanças impressionantes, por mais diferenças que pareçam existir entre vários países e períodos. Na sequência típica, uma crise de crédito do setor privado se segue a um ciclo de crescimento e baixas taxas de juros, com acumulação de dívidas excessivas de empresas e consumidores. Pressões inflacionárias ou outros eventos geram a elevação das taxas de juros e a reversão do crescimento, criando a incapacidade de uma proporção crescente de devedores arcarem com o serviço da dívida, refletida no aumento da inadimplência. Nesse contexto, os riscos de uma crise de crédito aumentam ao dificultar a rolagem ou refinanciamento das dívidas, muitas delas de curto prazo, na ocorrência da quebra de confiança dos bancos e do mercado de dívida na liquidez e ou solvência dos devedores.

Dada a evolução da economia brasileira nos últimos anos, é possível formular a hipótese de que a expansão da liquidez e do crédito acompanhadas do forte de redução das taxas de juros em 2020 tenha levado as famílias e empresas à acumulação de dívidas, favorecida por um período de acentuada recuperação do nível de atividade, resultado também das

---

<sup>1</sup> Por exemplo, informa-se que o “Governo monitora riscos no crédito”; Febraban cria grupo de trabalho para analisar as perspectivas do crédito em 2023 e sugerir propostas -. Valor Econômico de 24/02/2023 – pg. C3

<sup>2</sup> (2010) Keneth Rogoff e Carmen M. Reinhart – Oito Séculos de Delírios Financeiros – Desta Vez é Diferente – Ed. Campus Elsevier

medidas emergenciais de sustentação do emprego e da renda e da liberação das restrições impostas pela pandemia. A aceleração da inflação gerada pelo comprometimento das cadeias de oferta, desde meados de 2020, agravada no início de 2022 com os impactos da guerra da Ucrânia, induz forte aumento da taxa de juros e mais adiante a perda de velocidade do crescimento do produto e da renda. O atendimento do serviço de dívida de consumidores e empresas se torna especialmente desafiante com maiores custos de financiamento e redução do crescimento, cujo resultado é a elevação dos índices de inadimplência observada da de velocidade do crescimento do produto e da renda, esta afetada ainda pela aceleração inflacionária, que se reflete na elevação dos índices de inadimplência observada desde o início de 2021 e acentuada ao longo de 2022 e início de 2023.

Nesse contexto, do lado das empresas, a recuperação judicial de uma empresa do porte da Americanas pode impactar negativamente a confiança dos investidores e do próprio sistema bancário nas informações contábeis fornecidas pelas empresas e na sua capacidade de suportar o serviço da dívida, dificultando o refinanciamento ou rolagem das dívidas. Dependendo da intensidade e duração desse quadro, aumenta o risco de uma crise de crédito.

Desse modo, na avaliação do risco de uma crise crédito, além da evolução da inadimplência, adquirem especial importância os indicadores da evolução da oferta de recursos de crédito bancário e do mercado de dívida corporativa para as empresas, essenciais para o processo de refinanciamento e rolagem das dívidas. Por sua vez, a evolução dos *spreads* do crédito bancário e dos prêmios de risco no mercado de dívida corporativa são os melhores indicadores do eventual impacto da inadimplência e do evento da Americanas sobre a confiança imputada por bancos e investidores na capacidade das empresas de sustentarem o serviço de dívida. Além disso, deve-se notar que vários outros eventos de empresas com problemas financeiros têm ocupado também amplo espaço do noticiário econômico<sup>3</sup> podem reforçar a percepção de que o caso da Americanas não é um evento pontual, mas indicaria a existência de uma crise financeira

---

<sup>3</sup> Por exemplo, novo pedido de recuperação judicial da OI, reestruturação de dívidas das Lojas Marisa,

de grandes empresas, especialmente do varejo, com possíveis repercussões sobre a confiança dos investidores.

Os dados estatísticos mais atualizados até a elaboração desta Nota se referem ao mês de janeiro de 2023, e provavelmente incorporam apenas parcialmente os eventuais efeitos da crise da Americanas, noticiada no dia 11 de janeiro, sobre a confiança de investidores e sobre as políticas de crédito dos bancos, efeitos esses que podem aparecer mais adiante.

De qualquer modo, será analisada em seguida a evolução de alguns indicadores que se supõe relevantes para avaliar o impacto potencial da inadimplência e daquele evento sobre a confiança e percepções do risco de crédito das empresas, fator relevante para a formulação de hipóteses sobre o cenário de crédito dos próximos meses.

Em seguida, são analisados os principais indicadores da situação financeira das empresas abertas, construídos com base nas demonstrações financeiras no ano terminado no terceiro trimestre de 2022, com destaque para as empresas abertas do comércio varejista<sup>4</sup>. Esta parte é concluída com a formulação de hipóteses sobre as tendências prováveis da situação financeira das empresas abertas nos próximos meses nos próximos meses a partir de sua evolução recente e alguns elementos do cenário macroeconômico.

## 2.2 Desafios do cenário macroeconômico dos últimos anos

A partir de 2020, com o impacto da pandemia, a queda da taxa de juros e medidas emergenciais para mitigar os efeitos da crise, segue-se a rápida recuperação da demanda, desorganização das cadeias de oferta, e aceleração da inflação agravada a partir de fevereiro de 2022 com os impactos da guerra da Ucrânia.

Os dados apresentados na Tabela 01 mostram a evolução dos saldos do exigível financeiro de todas as empresas em relação ao PIB no final de alguns anos selecionados. Verifica-se que a dívida total se eleva de 2019 para 2020 em 7,7 p.p. do PIB, de 50,1% para 58,8%, reduzindo-se para 55,8% em 2022. É muito importante registrar que essa queda se deve

---

<sup>4</sup> Foram excluídas dessa análise as demonstrações financeiras da Lojas Americanas.

unicamente à redução do saldo de dívida no mercado internacional de 23,4% para 19,0% do PIB entre 2020 e 2022<sup>5</sup>, parcela essa, que afetada também pela estabilidade da taxa de câmbio, cresceu menos que o PIB. A parcela de dívida das empresas contratada no mercado doméstico não para de crescer, saltando de 31,2% em 2019 para 36,8% em 2022, o maior valor da série, ao lado do observado na crise de 2015.

TABELA 01

Exigível financeiro total de todas as empresas brasileiras % PIB

Fontes de recursos	2015	2019	2020	2021	2022
<b>Total</b>	<b>57,7%</b>	<b>50,1%</b>	<b>58,8%</b>	<b>57,7%</b>	<b>55,8%</b>
<b>Mercado doméstico</b>	<b>36,8%</b>	<b>31,2%</b>	<b>35,4%</b>	<b>36,1%</b>	<b>36,8%</b>
<b>Crédito bancário</b>	<b>28,5%</b>	<b>19,7%</b>	<b>23,8%</b>	<b>22,6%</b>	<b>21,8%</b>
<b>Mercado de capitais</b>	<b>8,3%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>13,9%</b>	<b>15,0%</b>
<b>Mercado internacional</b>	<b>20,9%</b>	<b>18,9%</b>	<b>23,4%</b>	<b>21,6%</b>	<b>19,0%</b>
<b>Dívida em US\$ bilhões</b>	<b>321,1</b>	<b>347,4</b>	<b>335,3</b>	<b>336,1</b>	<b>357,9</b>
<b>Taxa de câmbio (R\$/US\$)</b>	<b>3,90</b>	<b>4,03</b>	<b>5,20</b>	<b>5,58</b>	<b>5,22</b>

Fonte: BCB, Anbima – Elaboração CMEC Fipe

No Gráfico 01 as taxas de variação de 12 meses móveis do PIB mostram a magnitude das variações do nível de atividade desde 2016. Como serão feitas mais adiante algumas comparações com os efeitos observados da grande recessão iniciada em 2T2014 é interessante registrar algumas diferenças:

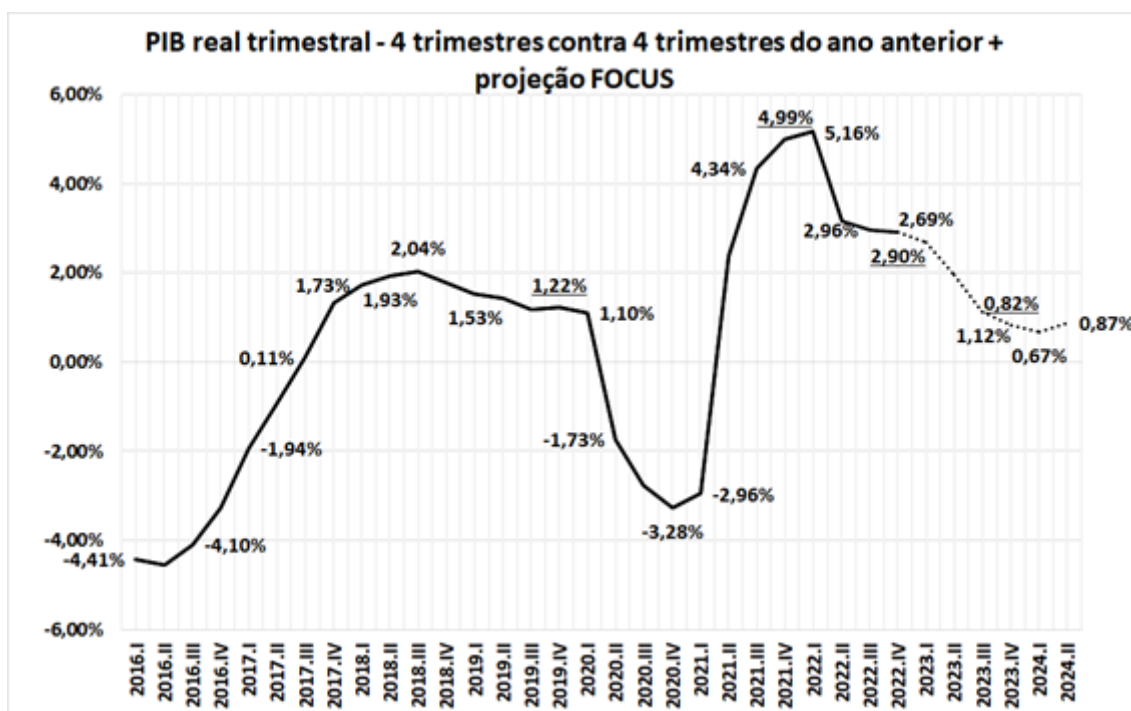
- a. O impacto da grande recessão sobre o PIB foi ainda mais intenso que o da pandemia, com queda de (-) 4,41% em 2016, contra (-) 3,38% em 2020;
- b. O ciclo de recuperação foi mais lento e menos intenso que o observado após a pandemia, atingindo (+) 0 2,04% em 3T2018 versus (+) 5,16% em 1T2022;

<sup>5</sup> Não obstante nesse período a dívida em moeda estrangeiras se eleva de US\$ 347,4 bilhões para US\$ 357,9 bilhões, como indicado na Tabela 01.



- c. Pelo menos até a ocorrência da pandemia, a desaceleração observada após o pico de crescimento de 3T2018 foi de menos de 1p.p. (para 1,10%) enquanto que a queda de crescimento após 1T2022 tem sido muito mais intensa,
- d. Para 2,7% no final de 2022 e para apenas 0,82% em 2023.

**GRÁFICO 01**

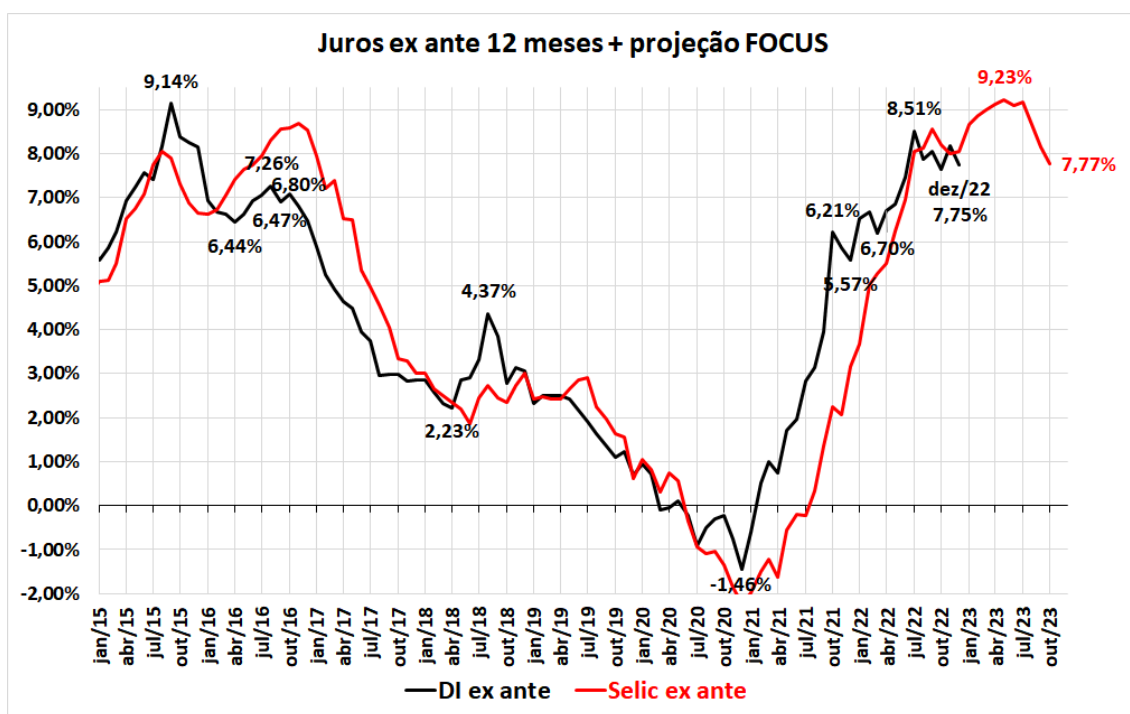


Fonte: Contas Nacionais IBGE e projeções FOCUS – Elaboração CEMEC Fipe

Outro indicador que mostra a magnitude do impacto das condições macroeconômicas sobre a situação financeira das empresas é representado pela evolução da taxa real de juros ex-ante obtida ao se deflacionar as taxas nominais de juros de um ano pela expectativa de inflação do IPCA da pesquisa FOCUS do BC e cuja evolução é apresentada no Gráfico 02. Depois de um período que se estende desde fins de 2016 até o início de 2021, em que as taxas reais de juros, com algumas flutuações, têm clara tendência negativa, segue-se acentuado ciclo de crescimento até atingir taxas reais próximas de 8% a.a. em fins de 2022 e ainda mais elevadas em meados de 2023, se as Projeções da pesquisa FOCUS se realizarem. A queda das taxas de juros ocorreria apenas

em fins de 2023, mantendo ainda níveis extremamente elevados, que se refletem no custo de financiamento de crédito bancário e mercado de capitais. No conjunto das empresas, a realização dessas expectativas indica a manutenção e/ou aumento das despesas financeiras que certamente já são relativamente elevadas com o nível atual das taxas de juros.

**GRÁFICO 02**



Fonte: BC, Pesquisa FOCUS, ANBIMA- Elaboração CEMEC Fipe

O impacto direto do aumento das taxas de juros sobre o custo de financiamento das empresas é evidenciado nos números da Tabela 02, que mostra as taxas médias de juros de várias fontes de recursos do mercado doméstico de 2019 a 2022. O tamanho do impacto desses aumentos sobre as despesas financeiras das empresas resulta principalmente do salto das taxas de juros em 2020, quando as empresas tiveram forte aumento do endividamento, como se viu na Tabela 01, com as taxas médias de 2022.

**TABELA 02**

**Taxas de juros médias de fontes de recursos domésticos % a.a.**

Fontes de recursos	2019	2020	2021	2022
Crédito bancário de recursos livres	16,31	11,62	19,71	23,08
TPB	8,80	8,20	13,30	16,76
Debentures	6,73	6,70	13,26	14,01
BNDES	8,36	8,48	11,45	11,25

Fonte: BCB, Anbima – Elaboração CEMEC Fipe

Um resultado dessa comparação, é que a desaceleração da economia observada atualmente é muito mais intensa que no período posterior à recuperação após 2016. A relevância disso no conjunto das empresas é a realização dessas expectativas que implica em redução do crescimento da receita de vendas e da geração de caixa.

Nesse contexto, é razoável supor que os impactos sobre as empresas combinam a tendência recente de queda de crescimento da demanda e das vendas já observada ao longo de 2022 com a aceleração das taxas de juros e dos custos de financiamento. Isso ocorre, em seguida a um período em que a forte expansão da oferta de crédito com baixos custos financeiros induziu as empresas ao aumento da alavancagem. A manutenção dessas tendências de menor crescimento de vendas e manutenção de altos custos financeiros nos próximos trimestres aumenta a probabilidade de aumento da proporção de empresas com problemas financeiros.

Restaria registrar as diferenças das condições atuais com as observadas na crise de 2016 e no ciclo de recuperação e suas implicações potenciais sobre a ocorrência de crise de crédito.

Destaca-se que o período de recuperação de 2016 a 2018 foi favorecido por um período de queda da taxa de juros, a partir de níveis muito elevados de juros em 2016, que

certamente não incentivou as empresas a aumentarem o endividamento. Como se verá adiante, foi um período com redução continuada dos índices de inadimplência.

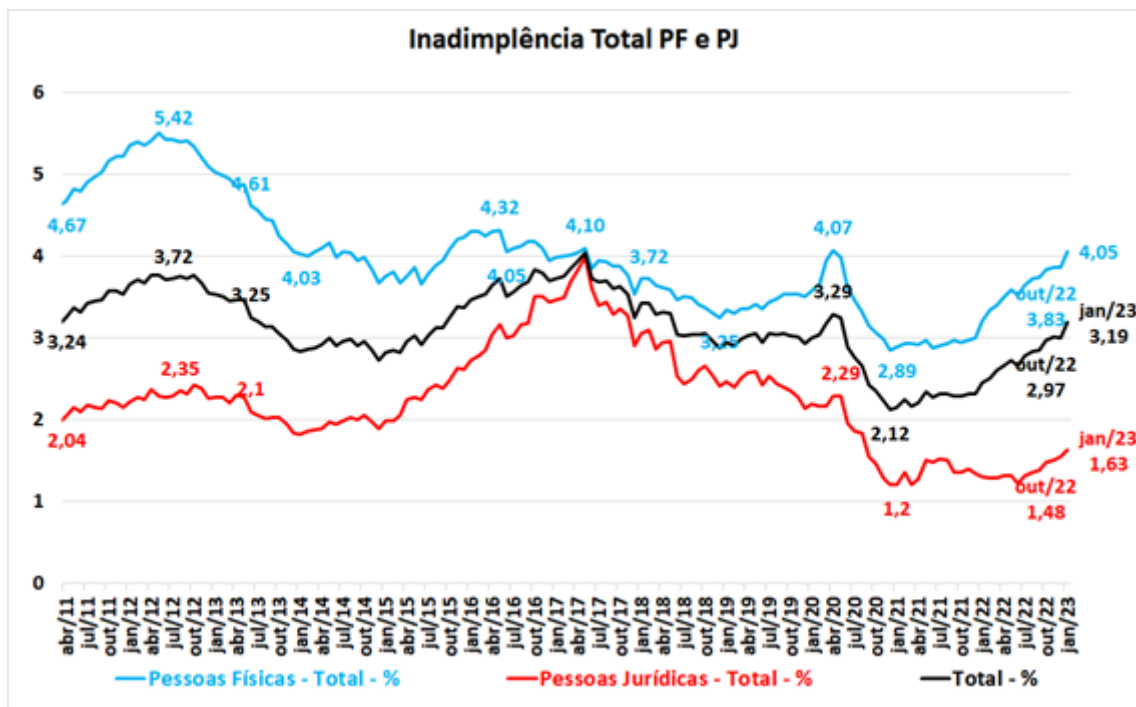
Já na situação atual o ciclo de recuperação pós pandemia partiu de um período de taxas de juros excepcionalmente baixas em 2020 e acentuado aumento de endividamento das empresas, que se defrontaram em seguida com forte aumento das taxas de juros e redução das taxas de crescimento, do que tem resultado o aumento dos índices de inadimplência. Esse contexto, influenciado por condições macroeconômicas adversas que podem prevalecer ao longo de 2023, segundo as projeções de mercado, aumentam os riscos de ocorrência de uma crise de crédito.

### **2.3 Evolução recente da inadimplência das empresas**

Os índices de inadimplência divulgados pelo BC, embora estejam em elevação, situam-se ainda em valores inferiores aos observados desde 2011 e muito abaixo dos observados no início de 2017, que refletiam ainda os efeitos da grande recessão iniciada em 2014.

Como se observa no Gráfico 03, os índices de inadimplência têm apresentado tendência de crescimento desde seu valor mínimo histórico de 1,2 atingido em fins de 2020. Ao final daquele ano, as medidas emergenciais adotadas pelo BC em meados de março de 2020, promoveram significativa ampliação de liquidez e criaram condições favoráveis à renegociação de dívidas bancárias, ações que mitigaram os efeitos negativos da pandemia sobre as finanças das empresas, ao lado de outras medidas de postergação de pagamentos de impostos e manutenção do emprego e da renda. Embora a elevação desse índice em 2021 já fosse esperada, com o vencimento das dívidas renegociadas e pagamento dos impostos defasados, seu aumento para 1,63% em janeiro de 2023 ainda se situa em nível historicamente baixo e muito inferior aos 4,10% do início de 2017.

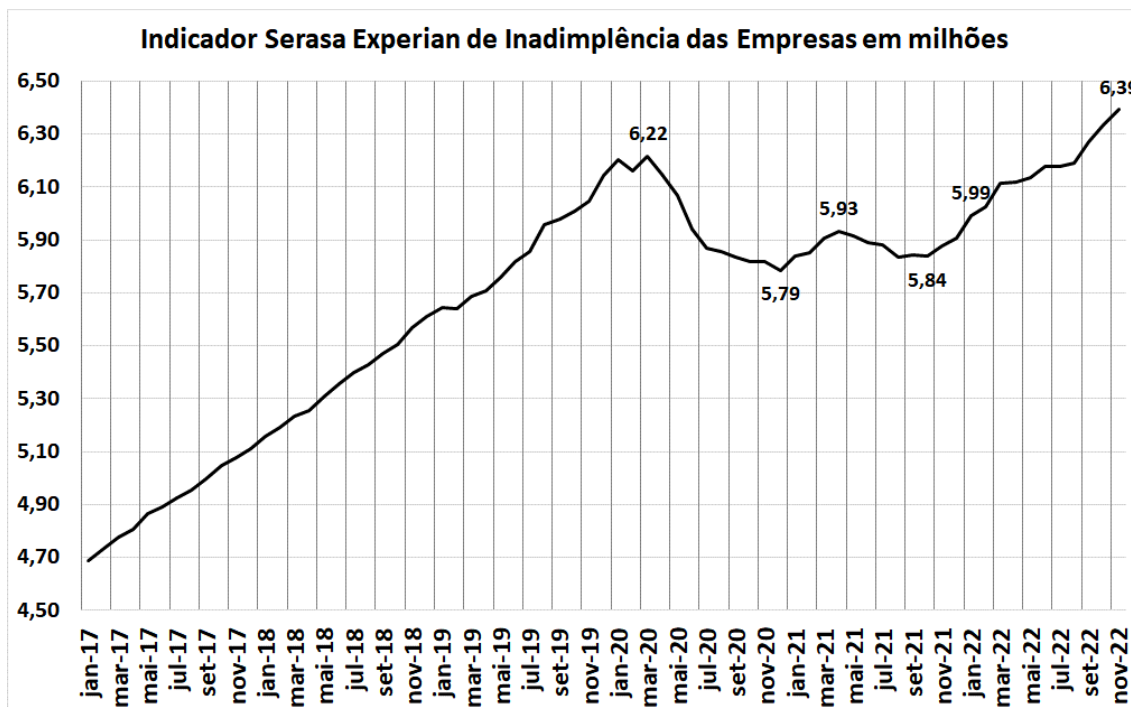
GRÁFICO 03



Fonte: BCB Elaboração CEMEC Fipe

Obviamente esse indicador, que mede o valor dos pagamentos em atraso em relação ao saldo de créditos contratados, é ponderado pelo valor das operações, com forte influência da situação das empresas grandes. Os dados do número de empresas inadimplentes, que não são influenciados pelo seu porte, mostram um agravamento significativo da situação financeira de um número crescente de empresas, como se vê no **Gráfico 04**. Depois da queda do número de empresas inadimplentes do pico de 6,22 milhões no início de 2020, e de um ciclo de elevação e queda ao longo de 2021, observa-se tendência continuada e significativa de crescimento até o fim de 2022, quando o número de empresas inadimplentes, de 6,39 milhões, mostra um aumento de 170.000 empresas em relação ao pico observado em 2020.

GRÁFICO 04



Fonte: Serasa -Elaboração CEMEC Fipe

Não obstante a constatação dessas tendências de aumento dos índices de inadimplência e do número de empresas inadimplentes, não se observa por enquanto, pelo menos até fins de 2022 o impacto desse quadro sobre o número de pedidos de recuperação judicial. Deve-se registrar que existe uma defasagem considerável entre a elevação da inadimplência e número de empresas em recuperação judicial.

Por exemplo, como se vê na **Tabela 03**, parece provável que o elevado número de pedidos de recuperação judicial em 2019 seja ainda um subproduto da grande recessão, enquanto que 2022 ainda mantém a tendência de queda observada desde aquele ano. A única exceção se dá nas empresas do comércio em 2022, com pequeno aumento de 199 para 201 entre 2021 e 2022, número ainda muito inferior ao observado em 2020 e principalmente em relação a 2019.

**TABELA 03**

<b>Pedidos de Recuperação Judicial</b>				
<b>Setores</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Comércio</b>	<b>349</b>	<b>278</b>	<b>199</b>	<b>201</b>
<b>Indústria</b>	<b>271</b>	<b>203</b>	<b>142</b>	<b>138</b>
<b>Serviços</b>	<b>598</b>	<b>589</b>	<b>460</b>	<b>424</b>
<b>Primário</b>	<b>169</b>	<b>109</b>	<b>90</b>	<b>70</b>
<b>Total</b>	<b>1387</b>	<b>1179</b>	<b>891</b>	<b>833</b>

Fonte: Serasa – Elaboração CEMEC Fipe

Como se observa na **Tabela 04**, em 2022 o número de pedidos de recuperação judicial de pequenas empresas (528), que representa 63% do total de 833 pedidos, é o menor desde 2019. Nota-se alguma elevação no número de empresas média e grandes em relação a 2021, mas ainda muito inferiores aos anos anteriores.

**TABELA 04**

<b>Pedidos de Recuperação Judicial</b>				
<b>Setores</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Micro e Pequena Empresa</b>	<b>851</b>	<b>752</b>	<b>604</b>	<b>528</b>
<b>Média Empresa</b>	<b>309</b>	<b>282</b>	<b>197</b>	<b>214</b>
<b>Grande Empresa</b>	<b>227</b>	<b>145</b>	<b>90</b>	<b>91</b>
<b>Total</b>	<b>1387</b>	<b>1179</b>	<b>891</b>	<b>833</b>

Fonte: Serasa – Elaboração CEMEC Fipe

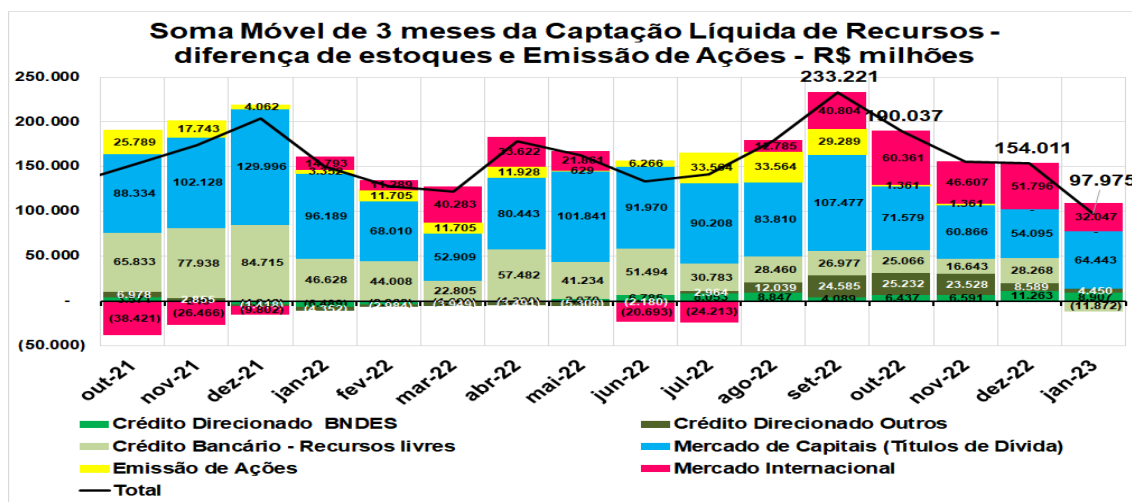
### 3. OFERTA DE RECURSOS REDUZ CRESCIMENTO NO SEGUNDO SEMESTRE DE 2022 E MERCADO DE DEBÊNTURES TEM IMPACTO NEGATIVO EM 2023

#### 3.1 Volume de recursos de financiamento

Como já foi destacado na parte inicial, sinais de queda da confiança nos mercados financeiros são indicadores antecedentes de uma situação que pode conduzir a uma crise de crédito, ao comprometer a rolagem e refinanciamento das dívidas das empresas.

No **Gráfico 05** é apresentada a evolução da soma móvel de captação líquida de todas as fontes de recursos de dívida<sup>6</sup> e das emissões primárias de ações desde outubro de 2021 até janeiro de 2023.

GRÁFICO 05



Fonte: BCB, Anbima, B3 – Elaboração CEMEC Fipe

A captação líquida de recursos de dívida é calculada pela diferença de saldos entre dois períodos trimestrais subsequentes, refletindo o resultado líquido de novas concessões,

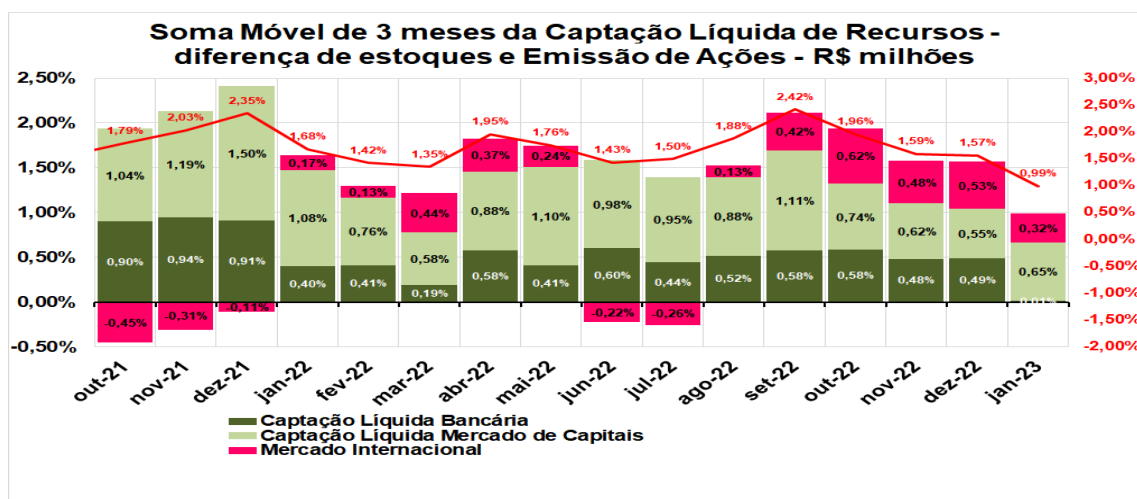
<sup>6</sup> É importante registrar que no Gráfico 05 é utilizado do dado do BCB do saldo total de crédito a pessoas jurídicas de janeiro de 2023, no valor de R\$ 2.094.087 bilhões e variação de saldo de (+) 1.485 bilhões; se fosse utilizada a soma do saldo de crédito para empresas MPM e grandes, que deveria reproduzir o mesmo número, o saldo total seria de R\$ 2.117.767 bilhões, e a variação e saldo de (+) 39.712, que na margem faz considerável diferença.



menos resgates mais juros apropriados menos apropriações de perdas no período. Trata-se, portanto, de um indicador da rolagem e refinanciamento das operações de dívida. Verifica-se que, depois de atingir um pico no trimestre encerrado em setembro de 2022, o valor total da captação líquida de recursos apresenta queda acentuada do valor total de todas as fontes, inclusive de emissões primárias de ações.

A intensidade da queda de captação líquida de recursos por parte das empresas nos últimos trimestres é melhor quantificada colocando-se os valores captados em relação ao valor do PIB nominal de cada trimestre, resultados esses apresentados no **Gráfico 06**.

**GRÁFICO 06**



Fonte: BCB, Anbima, B3 – Elaboração CEMEC Fipe

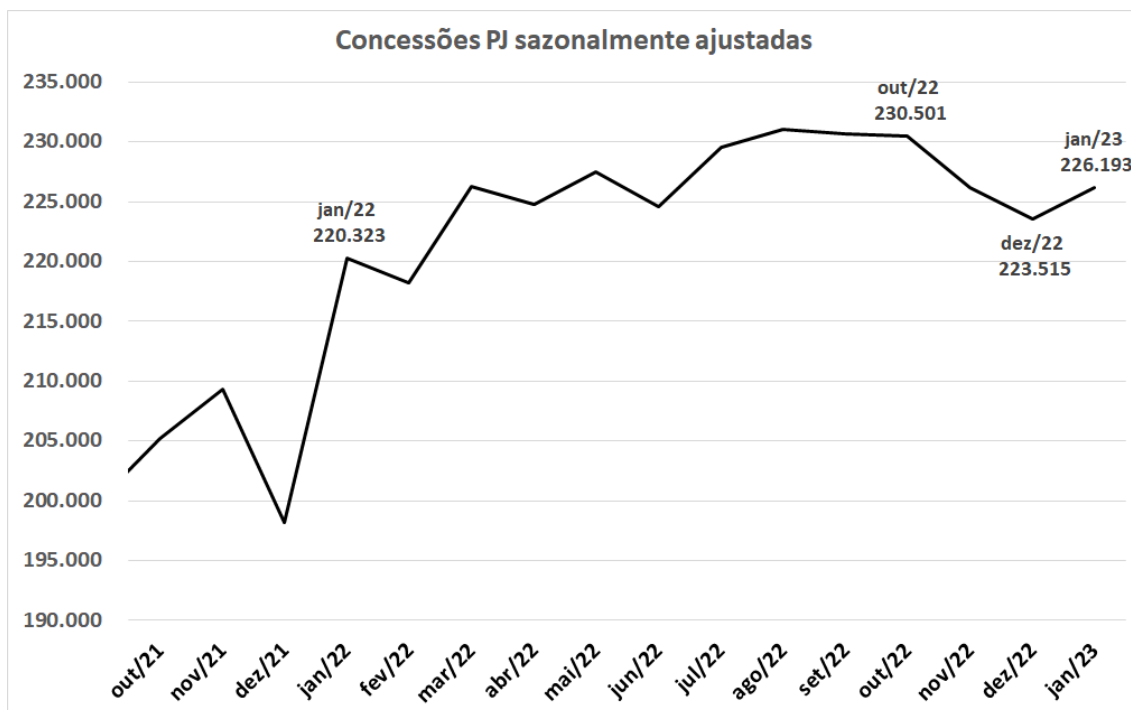
As principais observações são as seguintes:

- A captação líquida total de recursos em relação ao PIB no trimestre encerrado em janeiro de 2023 em relação ao PIB, de 0,99% do PIB, é 0,70.p.p. inferior à média de 1,69% dos 4 trimestres civis do ano de 2022, e 0,69p.p. inferior ao do trimestre encerrado em janeiro de 2022, de 1,68% do PIB;
- Essa queda é particularmente intensa na captação líquida feita no mercado doméstico, de 1,48% do PIB no trimestre encerrado em janeiro de 2022 para as 0,66%. do PIB no trimestre encerrado em janeiro de 2023, com diferença de (-)82p.p.;

- c. Além da queda de emissão primária de ações, de 0,04% do PIB para 0,00% entre esses dois períodos, a redução da captação líquida de fontes de dívida do mercado doméstico de 1,48% do PIB no trimestre encerrado em janeiro de 2022 para 0,66 no trimestre encerrado em janeiro de 2023, com uma diferença de 0,82p.p., do PIB, composta de 0,39 p.p. de queda da captação líquida de crédito bancário e 0,43p.p. de redução da captação líquida no mercado de dívida privada.

A evolução desses dados pode indicar a ocorrência de dificuldades de rolagem e refinanciamento de dívidas, com a queda dos valores líquidos captados em relação ao PIB. Entretanto a queda mais acentuada ocorre apenas no último trimestre da série e pode estar influenciada por uma componente sazonal mais intensa. Por outro lado, deve-se lembrar que um componente negativo da variação de saldos é dado pelo valor do saldo das operações lançados como perda, que pode ter sido particularmente elevado num período de elevação da inadimplência, lançando alguma dúvida sobre conclusões sobre o eventual comprometimento da rolagem de dívidas a partir das estimativas feitas. Chama a atenção também que o valor das concessões de crédito para empresas ajustadas sazonalmente em janeiro de 2023, ainda apresentam um pequeno crescimento de 2,7% em relação a igual período de 2022, como se vê no **Gráfico 07**.

**GRÁFICO 07**



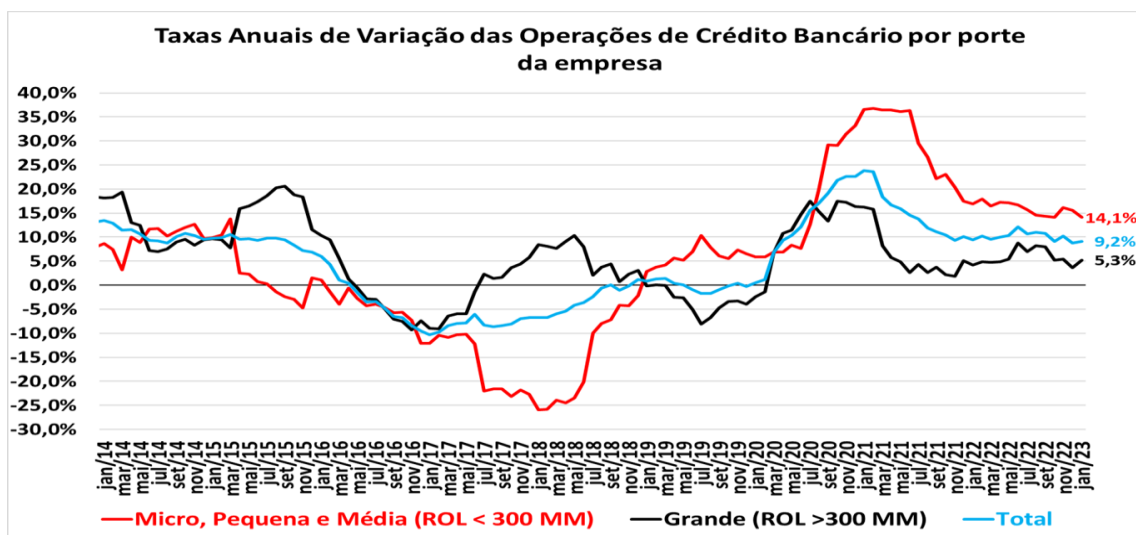
Fonte: BCB Elaboração CEMEC Fipe

O aumento da importância dos recursos captados no mercado internacional, a partir do trimestre encerrado em agosto de 2022, pode ser um resultado da forte elevação das taxas de juros no mercado doméstico em relação às internacionais. Levando em conta que o acesso a fontes internacionais de recursos é em geral concentrado em empresas de maior porte, é possível levantar a hipótese de que alguma restrição de oferta de recursos de crédito bancário atingisse principalmente as empresas de menor porte.

Entretanto, como se vê no **Gráfico 08**, as taxas de crescimento do saldo de crédito das MPME não sustentam essa hipótese. Embora essas taxas anuais de crescimento estejam em queda ao longo de 2022, em janeiro de 2023 o aumento de saldo para essas empresas ainda é de (+) 14,3%, muito superior ao observado no caso das empresas grandes, com apenas (+) 5,3%. Resta notar que a queda das taxas anuais de crescimento do saldo de crédito para empresas grandes ocorre desde meados de 2021, fluando a partir daí em

torno de (+) 5%, empresas essas que podem ter usado recursos do mercado de capitais e do mercado internacional para compensar a queda do crescimento do crédito bancário.

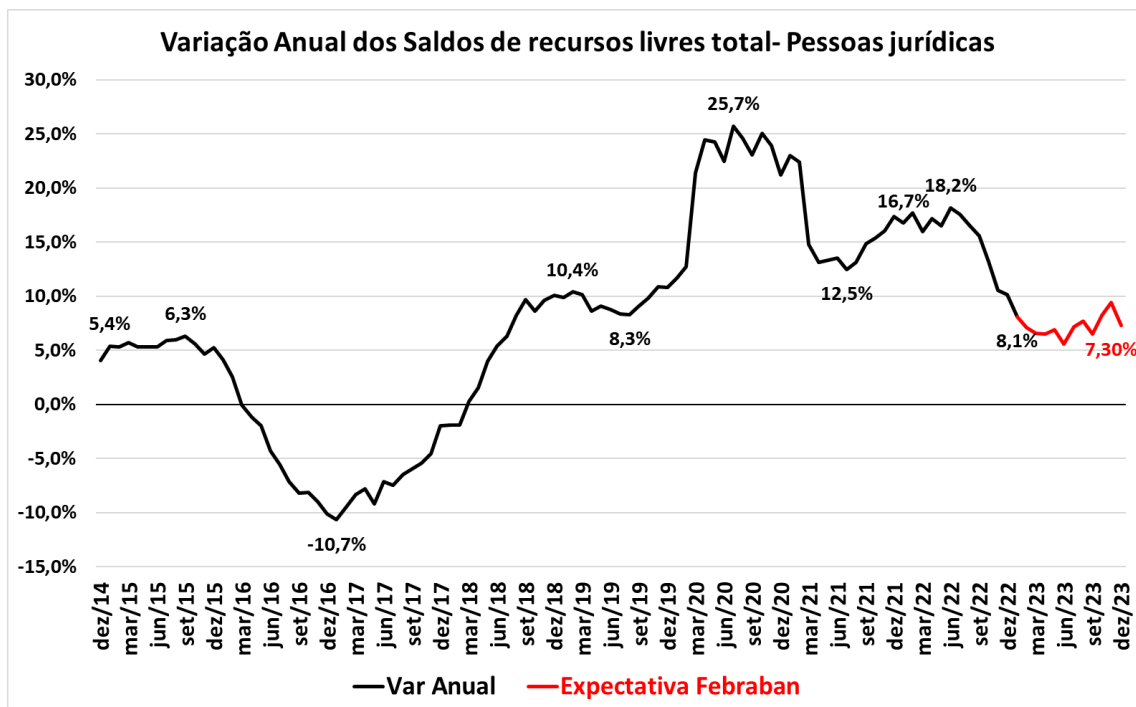
**GRÁFICO 08**



Fonte: BCB - Elaboração CEMEC Fipe

A projeção da Febraban é de alguma redução do crescimento do crédito bancário de recursos livres para 2023. Como se vê no **Gráfico 09**, observa-se queda das taxas anuais de crescimento ao longo de 2022, desde (+) 18,2% em meados do ano até 8,1% em dezembro de 2022, e a referida projeção considera a continuidade desse movimento de queda em 2023, fechando o ano na taxa de (+) 7,30%.

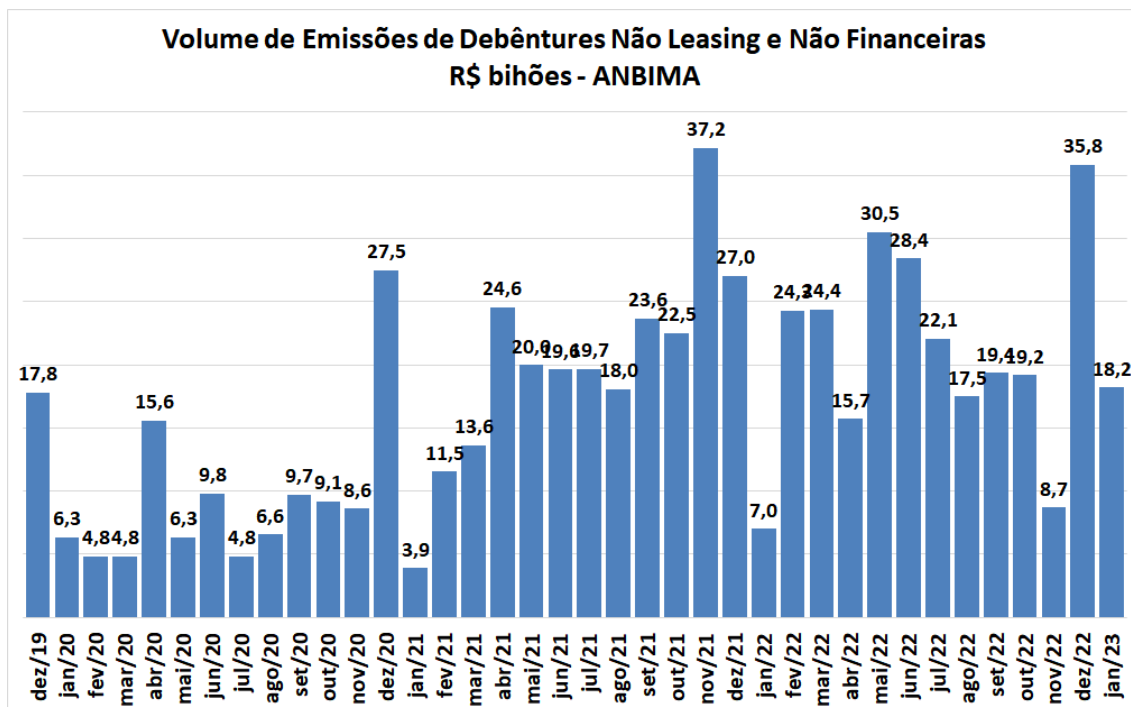
GRÁFICO 09



Fonte: BC – Projeção Febraban – Elaboração CEMEC Fipe

Embora a captação líquida de recursos no mercado de dívida privada no trimestre terminado em janeiro de 2023 tenha apresentado queda em relação igual período de 2022, a evolução do valor de emissão de debêntures até o último dado disponível, não apresenta queda. Como se vê no **Gráfico 10**, a queda do valor de emissões de janeiro de 2023 em relação a dezembro de 2022 se deve certamente a um componente sazonal, como se observa no mês de janeiro em todos os anos anteriores. Ao mesmo tempo, verifica-se que seu valor, de R\$ 18,2 bilhões é 160% maior que em janeiro 2022 e superior ao valor de emissões dos meses de janeiro de 2020 e 2021.

**GRÁFICO 10**



Fonte: Anbima – Elaboração CEMEC Fipe

Os dados e análises apresentados nesta parte fornecem algumas indicações de redução da oferta de recursos domésticos pelo menos no trimestre encerrado em janeiro de 2023. Entretanto, mesmo que essas indicações sejam confirmadas, trata-se de resultado particularmente afetado pelos dados de janeiro, sendo talvez prematuro afirmar que já nesse período houvesse o comprometimento da rolagem de dívidas.

### 3.2 Taxas de juros dos recursos de financiamento das empresas

Nas partes anteriores desta Nota ficou evidenciado o forte crescimento das taxas de juros de todas as fontes de financiamento das empresas do mercado doméstico, face a elevação da taxa SELIC no curto prazo e a elevação da curva de juros nas operações de médio e longo prazo. Um elemento importante para avaliar os riscos de uma crise de crédito é examinar a evolução de indicadores do risco de crédito das empresas imputado por instituições financeiras e pelos investidores do mercado de dívida privada. Trata-se dos

*spreads* das operações de crédito bancário e do mercado secundário de debêntures, principal título de dívida do mercado de capitais.

O **Gráfico 11** apresenta a evolução do *spread* bancário nas operações de crédito de recursos livres não rotativo desde janeiro de 2015 até janeiro de 2023. No período mais recente, verifica-se que depois de atingir seu valor mínimo em meados de 2021, tem início um ciclo de elevação que se estende até janeiro de 2023, acompanhando certamente o aumento da inadimplência, que constitui seu principal componente. Da mesma forma que em outros indicadores, é difícil distinguir nesse caso se existe alguma parcela do aumento de *spreads* em janeiro atribuível ao evento Americanas ou se trata simplesmente da continuidade do ciclo de elevação já existente.

**GRÁFICO 11**



Fonte: BCB – Elaboração CEMEC Fipe

A avaliação do eventual impacto do evento Americanas sobre a confiança e a percepção de risco de risco no mercado de capitais utilizará indicadores do mercado de debêntures. Trata-se do principal título desse mercado, com 58% do saldo total desses títulos, tem

mercado secundário ativo e certamente é o título que teria o máximo impacto do evento Americanas, face à significativa participação das debêntures de emissão daquela empresa nesse mercado.

O **Gráfico 12** permite observar em mais detalhe a evolução das taxas médias mensais das debêntures<sup>7</sup> desde janeiro de 2015 até janeiro de 2023. Como se vê, as taxas têm forte elevação a parir de seu nível mínimo atingido no segundo semestre de 2020 e já atingiram o nível de 14% no início de 2022, muito próximo dos 14,11% de janeiro de 2023. **Não há, portanto, indicações de que as taxas nominais de debêntures de janeiro de 2023 tenham refletido algum impacto do evento Americanas.** É importante lembrar ainda que a composição dessas taxas reflete a elevação das taxas das curvas de juros nos prazos de resgate dos papéis<sup>8</sup>, acrescidas dos prêmios de risco de crédito.

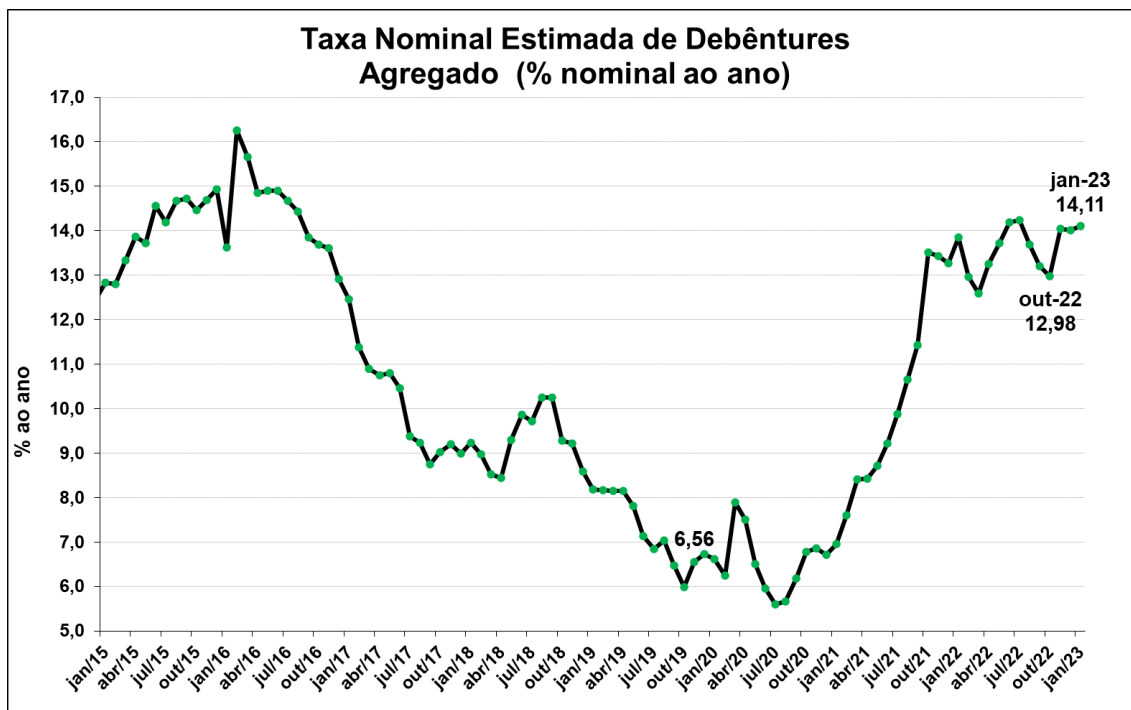
---

<sup>7</sup> Calculadas pelo CEMEC Fipe com base nas taxas de juros do mercado secundário, fornecidas pela ANBIMA.

<sup>8</sup> As curvas de juros longas têm se elevado de modo significativo a partir de outubro, movimentos aparentemente associados à incerteza da política econômica e especialmente à política fiscal a ser adotada pelo novo governo além do impacto de outros pronunciamentos quanto à política de taxas de juros e à independência operacional do Banco Central.



GRÁFICO 12

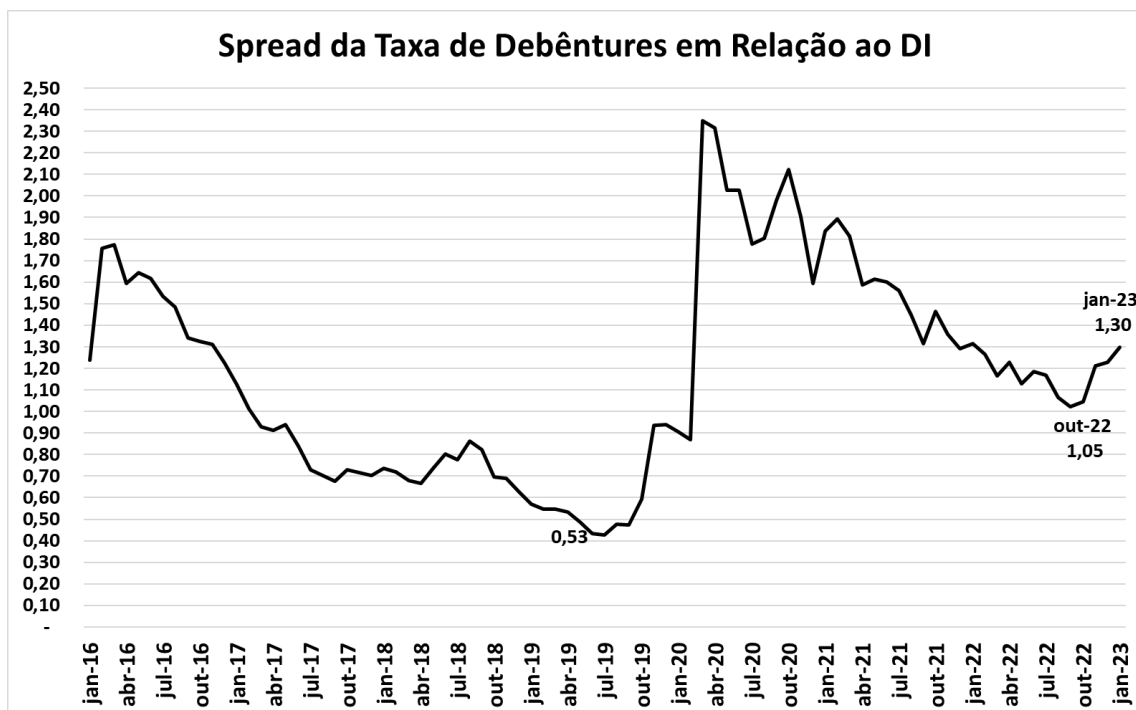


Fonte: Taxas de juros do mercado secundário de debêntures: Anbima- Elaboração CEMEC Fipe

Para avaliar ocorrência do eventual impacto do evento Americanas no mercado de debêntures é importante analisar o que tem acontecido com os *spreads* médios das debêntures. Não obstante a estimativa desses *spreads* médios considere, em cada período, conjuntos de debêntures que apresentam mudanças de sua composição em termos de *rating* e outras características, admite-se que essa mudança em prazo curto não comprometa o uso desse indicador.

No **Gráfico 13**, é possível observar a ocorrência de forte tendência negativa a partir do nível máximo de mais de 2,30% acima do CDI, observado em abril de 2020, até o mínimo de 1,05% em outubro de 2022. No período pós-eleitoral, a partir de outubro, tem início um processo elevação dos *spreads* que continua e até atingir 1,30% em janeiro de 2023. Apesar da percepção de uma aceleração da tendência de aumento, fica difícil discernir se o aumento observado em janeiro de 2023 constitui apenas uma sequência desse ciclo, e/ou se contém também um componente de aumento de percepção do risco por conta do evento Americanas.

**GRÁFICO 13**



Fonte: Anbima – Elaboração CEMEC Fipe

A utilização dos dados dos *spreads* de cada nível de rating das emissões das debêntures negociadas no mercado secundário pode reduzir de modo significativo os problemas decorrentes da heterogeneidade da composição dos títulos negociados incluídos nas médias calculadas. Esses dados são apresentados na **Tabela 05**.

**TABELA 05**

**Spreads das debêntures por nível de rating - % acima do CDI**

Rating	out-22	nov-22	dez-22	jan-23
<b>AAA spread</b>	<b>1,23</b>	<b>1,20</b>	<b>1,22</b>	<b>1,37</b>
<b>AA spread</b>	<b>1,56</b>	<b>1,54</b>	<b>1,62</b>	<b>1,74</b>
<b>A spread</b>	<b>2,49</b>	<b>2,50</b>	<b>2,75</b>	<b>2,88</b>

Fonte: ANBIMA – Elaboração CEMEC Fipe

Muito embora em todos os casos os *spreads* de janeiro de 2023 sejam mais elevados que os observados nos meses anteriores, chama a atenção o salto do *spread* das debêntures de menor risco (AAA). Nesse caso, entre outubro e dezembro o *spread* permanece quase estável, tendo até uma pequena queda, de 1,23% em outubro para 1,22% em dezembro, mas aumenta em 0,15p.p. em janeiro de 2023, o que pode sugerir algum impacto do *default* das debêntures da Americanas.

Outro indicador que pode sugerir a ocorrência de algum impacto do evento Americanas sobre o mercado de debêntures é apresentado na **Tabela 06**. Trata-se da comparação da participação porcentual de vários tipos de compradores das emissões de debêntures da média de 2022, janeiro de 2022 e janeiro de 2023.

**TABELA 06**

Ofertas ICVM/400, ICVM/476 e RCVM/160	2022	jan-2022	2023
Pessoas físicas	3,4%	2,9%	0,3%
Fundos de Investimento	44,3%	35,4%	39,7%
Investidores estrangeiros	0,1%	3,4%	0,0%
Demais investidores institucionais	6,6%	27,2%	1,3%
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	45,5%	31,1%	58,6%

Fonte: Anbima – Elaboração CEMEC Fipe

**É possível destacar pelo menos três mudanças aparentemente significativas e que em princípio podem ser atribuídas ao impacto do evento Americanas:**

- A participação de pessoas físicas cai a apenas 0,3% com queda da ordem de 90% em relação ao observado em 2022 e janeiro de 2022;
- A participação de demais investidores institucionais também apresenta queda, da média de 6,6% em 2022, 27,2% em janeiro de 2022 para apenas 1,3% em janeiro de 2023;

- c. A participação de intermediários e demais participantes ligados à oferta salta para 58,2% em janeiro de 2023 em comparação com a média de 45,5% de 2022 e 31,11% de janeiro de 2022, incorporando-se esses papéis à carteira das instituições as que garantem a subscrição. Isso pode indicar algum efeito do evento Americanas, ao aumentar a percepção de risco de crédito, ao criar dificuldades de colocação desses papéis no mercado, pelo menos com *spreads* considerados aceitáveis<sup>9</sup>.

Embora seja ainda muito cedo para extrair conclusões, indicadores do mercado de debêntures de janeiro de 2023 sugerem algum impacto do efeito Americanas na confiança e percepção de risco do mercado. Trata-se essencialmente do salto de *spreads* das debêntures de menor risco observado em janeiro, apesar de sua estabilidade no período de outubro a dezembro de 2022. O outro indicador é a queda de participação de pessoas físicas e investidores institucionais nas emissões de janeiro de 2023, levando ao aumento da proporção de emissões absorvidas pelos próprios coordenadores da emissão para nível muito superior ao observado na média de 2022 e no mês de janeiro, de 2022, indicando alguma dificuldade de colocação desses papéis no mercado.

A ata da 52ª reunião do COMEF<sup>10</sup> realizada em 01 e 02 de março de 2023, reconhece que “os preços dos ativos e o crescimento do crédito não representam preocupação no médio prazo, embora existam incertezas a serem acompanhadas”. Reconhece que o crescimento do crédito amplo<sup>11</sup> desacelerou nas diversas modalidades, o endividamento e o comprometimento de renda das famílias seguem elevados, e a capacidade de pagamento de dívidas das empresas diminuiu, e nessas condições uma frustração substancial do desempenho da atividade econômica pode resultar em elevação do risco de crédito.

---

<sup>9</sup> Essas dificuldades têm sido relatadas na imprensa por representantes de bancos encarregados da distribuição desses papéis. Por exemplo, matéria com título “Efeito Americanas congela emissões de crédito privado” - Valor Econômico de 24 de fevereiro de 2023, página C1.

<sup>10</sup> COMEF – Comitê de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil – Ata da 48ª reunião do COMEF de

<sup>11</sup> Crédito amplo inclui crédito bancário títulos de dívida privada

## 4. SITUAÇÃO FINANCEIRA EMPRESAS ABERTAS E AS EMPRESAS DO COMÉRCIO VAREJISTA NO ANO TERMINADO EM 3T 2022

### 4.1 Representatividade dos resultados das empresas abertas

A disponibilidade de demonstrações financeiras das empresas abertas permite uma análise muito mais detalhada da situação financeira dessas empresas, não obstante esses resultados não possam ser utilizados como indicadores da situação financeira da grande massa de milhões de empresas fechadas. Trata-se de uma amostra de apenas 471 empresas com resultados divulgados referentes ao ano terminado no terceiro trimestre de 2022, sendo 351 (74,5%) das quais empresas grandes, 74 (15,7%) empresas médias e apenas 46 (9,8%) empresas pequenas<sup>12</sup>.

As condições de acesso e o custo de recursos de financiamento dessas empresas são em geral muito mais favoráveis que as disponíveis para empresas médias e pequenas de capital fechado. Essas melhores condições são representadas pelo acesso ao mercado de capitais de ações e dívida corporativa e ao mercado financeiro internacional além de menores *spreads* de risco de crédito sustentados por demonstrações financeiras auditadas, mais transparência e melhores padrões de governança corporativa. Evidente que essas condições não isentam as empresas abertas de apresentarem crises financeiras<sup>13</sup>, mas é razoável supor que em geral as empresas abertas apresentem condições de acesso a recursos financeiros mais favoráveis que as empresas fechadas e de menor porte.

---

<sup>12</sup> As classes de tamanho utilizadas consideram empresas pequenas até R\$ 90 milhões de receita operacional líquida anual, média de R\$ 90 milhões a R\$ 300 milhões e grandes com receita superior a R\$ 300 milhões.

<sup>13</sup> Apesar da existência fraude no caso da Americanas, outras empresas abertas também têm ocupado o noticiário econômico nas primeiras semanas de 2023.

## 4.2 Situação financeira do agregado das empresas abertas ex Petrobras, Eletrobras e Vale e das empresas abertas do comércio varejista

São analisados em seguida alguns dos principais indicadores da situação financeira calculados com base nas demonstrações financeiras consolidadas de uma amostra das empresas abertas<sup>14</sup> em comparação com os indicadores da amostra das empresas abertas do comércio varejista, excluída a Lojas Americanas.

No caso da amostra total, a conclusão geral é que esses indicadores revelam alguma elevação de alavancagem e de endividamento líquido ao longo de 2022 e pequena redução da cobertura de despesas financeiras, mas em todos os casos apresentam níveis próximos ou melhores que em 2019 e muito melhores que os observados na crise de 2016.

### a. Evolução da dívida

A **Tabela 07** mostra que a dívida líquida agregada das empresas abertas do comércio varejista entre 2019 e 2022 tem crescimento muito mais acentuado que a observada no total da amostra. No caso da amostra total o aumento da dívida líquida é moderado pelo crescimento das disponibilidades, enquanto nas empresas do comércio varejista isso não ocorre, fazendo com que a dívida líquida aumente 3,6 vezes, aumento muito maior que o da dívida bruta.

---

<sup>14</sup> Exceto Petrobras, Eletrobras e Vale

**TABELA 07**

**Dívida bruta, disponibilidades e dívida líquida – 2019 e 2022**

**Empresa da amostra total e do comércio varejista**

CONTAS	2019 R\$ bilhões	2024 R\$ bilhões	VARIAÇÃO
<b>TODA AMOSTRA</b>			
1. Dívida bruta	1.220,7	1.817,2	+ 48,9%
2. Disponibilidades	384,0	610,0	+ 58,8%
3. Dívida líquida	836,6,	1.204,0	+ 43,9%
<b>COMÉRCIO VAREJISTA</b>			
1. Dívida bruta	71,7	147,4	+ 105,6%
2. Disponibilidades	45,6	51,7	+ 13,4%
3. Dívida líquida	26,1	95,6	+266,3%

Fonte: Valor PRO – Elaboração CEMEC Fipe

Uma comparação mais ampla entre os indicadores agregados das duas amostras é apresentada na **Tabela 08**. Os dados do ano terminado em 3T 2022 são comparados:

- a. com o período mais favorável da década, ocorrido em 2021 ou no ano terminado em 1T2022;
- b. com o ano de 2019, imediatamente anterior à crise de 2020;
- c. com o período de pior situação financeira das empresas desde de 2010, na crise da grande recessão de 2015 ou 2016, dependendo do indicador.

**TABELA 08**

**Comparação de indicadores de situação financeira - 4 trimestres móveis**

**Todas empresas abertas e empresas abertas do comércio varejista**

INDICADOR	2015/ 2016	2019	2021/ 2022 1T	2022 3T
<b>Todas as empresas</b>				
a. Alavancagem	1,24	<b>1,15</b>	1,09	<b>1,19</b>
b. dívida líquida/EBITDA	2,98	<b>2,05</b>	1,45	<b>1,78</b>
c. Fornecedores/EBITDA	4,28	<b>2,99</b>	2,31	<b>2,77</b>
d. (Div.Líquida+Forn)/EBITDA	7,26	<b>5,04</b>	3,76	<b>4,60</b>
e. EBITDA/Despesas Financeiras	1,12	<b>2,19</b>	2,80	<b>2,13</b>
<b>Comércio varejista</b>				
a. Alavancagem	1,22	<b>1,02</b>	0,95	<b>1,16</b>
b. dívida líquida /EBITDA	2,10	<b>1,08</b>	1,33	<b>2,30</b>
c. Fornecedores/EBITDA	4,45	<b>3,08</b>	1,33	<b>2,30</b>
d. (Dívida liq.+fornecedores)/EBITDA	8,56	<b>4,16</b>	4,68	<b>5,90</b>
e. EBITDA/Despesas Financeiras	1,01	<b>2,31</b>	2,28	<b>1,82</b>

Fonte: ValorPro – Elaboração CEMEC Fipe

As principais observações são as seguintes:

- a. **Amostra total:** de um modo geral, os indicadores de 3T2022 são inferiores aos observados em 2021/20221T, indicando por exemplo aumento de alavancagem, de endividamento líquido e de redução de cobertura de despesas financeiras, não obstante sejam em geral melhores que os de 2019 e muito melhores que na crise de 2015/2016;



**b. Comércio varejista:**

- i. a comparação dos indicadores de 20223T com o ano de 2019, indicam que o índice de endividamento líquido mais que dobrou, de 1,08 para 2,30, nível esse ainda superior ao observado na crise de 2015/2016, de 2,10;
- ii. nessa comparação com 2019 é interessante notar que a dívida com fornecedores em relação à geração de caixa cai de 3,08 para 2,30; o indicador que soma dívida líquida com fornecedores, tem elevação, de 4,16 para 5,90, mas ainda é consideravelmente inferior ao observado na crise de 2016 , quando atingiu 8,56;
- iii. o índice de cobertura de despesas financeiras também tem queda , a partir de 2,31 em 2019 para 1,82, mas ainda muito superior ao 1,01 da crise de 2025/2016.

**4.3 Distribuição dos indicadores financeiros por empresas**

Especialmente em situações nas quais os impactos da pandemia e os choques de preços e de taxas de juros são em geral muito diferentes entre setores e até entre empresas do mesmo setor, é indispensável analisar a evolução dos indicadores financeiros no nível de cada empresa.

Ao lado de 20% das empresas da amostra total que apresentam dívida líquida negativa, nas quais as disponibilidades são superiores à dívida financeira total, estão empresas nas quais a geração de caixa não é suficiente para cobrir despesas financeiras até aquelas empresas em que a geração de caixa é negativa, ou seja, insuficiente até para cobrir as despesas operacionais.

Nas Tabelas adiante é apresentado um resumo da evolução de dois indicadores financeiros entre 2019, 2021 e o ano terminado em 3T2022 de modo a comparar a situação financeira da amostra de todas as empresas abertas com as empresas do comércio varejista. É interessante lembrar que os resultados econômicos e indicadores e de situação

financeira das empresas abertas usualmente atingem seus melhores valores em 2021/2021T, quando comparados com o observado em todo o período iniciado em 2010.

i. Porcentagem de empresas com excesso de endividamento

A **Tabela 09** apresenta as porcentagens de empresas da amostra total com índice de endividamento, calculado pela relação entre dívida líquida e geração de caixa superiores a 3,4 e 5, nos anos de 2019, 2021 e o ano terminado em 3T2022.

**TABELA 09**

**Índice de endividamento amostra total: dívida líquida/EBITDA**

**% de empresas**

<b>Ano</b>	<b>Índice &gt;3</b>	<b>Índice &gt;4</b>	<b>Índice &gt;5</b>
<b>2019</b>	<b>41,9%</b>	<b>23,8%</b>	<b>17,3%</b>
<b>2021</b>	<b>29,2%</b>	<b>19,2%</b>	<b>13,4%</b>
<b>3T2022</b>	<b>32,0%</b>	<b>21,7%</b>	<b>13,9%</b>

Fonte: Valor PRO – Elaboração CEMEC Fipe

A **Tabela 10** mostra a porcentagem de empresas abertas do comércio varejista com índices de endividamento superiores a 3, 4 e 5, nos anos de 2019, 2021 e o ano terminado em 3T2022.

**TABELA 10**

**Índice de endividamento empresas do comércio varejista dívida líquida/EBITDA**

**% de empresas**

	<b>&lt; 3</b>	<b>Índice &gt;3</b>	<b>Índice &gt;4</b>	<b>Índice &gt;5</b>
<b>2019</b>	<b>82,4% [28]</b>	<b>17,6% [6]</b>	<b>8,8% [3]</b>	<b>2,9% [1]</b>
<b>2021</b>	<b>82,4% [28]</b>	<b>17,6% [6]</b>	<b>11,8% [4]</b>	<b>8,8% [3]</b>
<b>3T2022</b>	<b>76,5% [26]</b>	<b>23,5% [8]</b>	<b>2,9% [1]</b>	<b>2,9% [1]</b>

Fonte: Valor PRO – Elaboração CEMEC Fipe

Como se vê nas **Tabelas 09 e 10**, não há indicações de que uma proporção maior de empresas do comércio varejista apresente índices de endividamento superiores aos das empresas da amostra total, contando ainda com 76,5% das empresas com índice de endividamento líquido inferior a 3. No ano terminado em 3T2022, 32% das empresas da amostra total tem índice de endividamento líquido superior a 3, contra 23,5% das empresas abertas do comércio varejista; por sua vez, 21,7% das empresas da amostra total tem índices superiores a 4, enquanto que no comércio varejista apenas uma empresa entre as 34 empresas da amostra se enquadra nessa faixa do indicador.

A **Tabela 11** faz a comparação entre porcentagem de empresas da amostra total e empresas do comércio varejista com problemas para cobrir as despesas financeiras com a geração de caixa operacional, o seja, com EBITDA/despesas financeiras <1, nos anos de 2019, 2021 e o ano terminado em 3T2022.

**TABELA 11**

**Porcentagem de empresas com geração de caixa inferior a despesas financeiras**

<b>Ano</b>	<b>Todas as empresas</b>	<b>Empresas do comércio varejista</b>
<b>2019</b>	<b>13,6%</b>	<b>17,6%</b>
<b>2021</b>	<b>10,8%</b>	<b>7,9%</b>
<b>3T2022</b>	<b>14,1%</b>	<b>9,8%</b>

Fonte: Valor PRO – Elaboração CEMEC Fipe

Verifica-se que no ano terminado em 3T2022 a porcentagem de empresas do comércio varejista com EBITDA/DF <1 (9,8%) é inferior ao percentual da amostra total (14,1%) e inferior também ao percentual de 2019. Ou seja, existem apenas 3 empresas da amostra de 34 empresas abertas do comércio varejista com dificuldades de cobrir as suas despesas financeiras com a geração de caixa no ano terminado em 3T2022.

Embora a existência de amostra de apenas 34 empresas abertas do comércio varejista com dados divulgados no ano terminado em 3T2022, que pode limitar o significado de alguns indicadores, a evolução recente de dois indicadores financeiros relevantes, mostram que o comércio varejista tem uma porcentagem menor com excesso de endividamento e uma porcentagem menor de empresas sem condições de cobrir suas despesas financeiras<sup>15</sup>.

Uma hipótese que pode explicar o acentuado aumento da dívida financeira das empresas abertas do comércio varejista é a realização de um grande volume de investimentos desde 2020, com o objetivo de adequar o modelo operacional dessas empresas à emergência e forte crescimento do varejo on-line a partir das medidas de afastamento social e fechamento de lojas adotados para limitar o avanço da pandemia da COVID 19.

---

<sup>15</sup> É interessante lembrar ainda que nessa amostra 34 empresas, seis delas apresentam dívida líquida negativa, situação em que a dívida bruta é inferior às disponibilidades.

A **Tabela 12**, apresenta estimativas da porcentagem dos gastos de investimentos feitos pelas empresas abertas no período de 2020 a 3T2022, em relação ao seu valor contábil de dezembro de 2019<sup>16</sup>. Verifica-se que a estimativa de aumento do valor dos investimentos realizados pelas empresas do comércio varejista é de 154,3%, o maior entre todos os setores considerados, superando até os números da agroindústria, que refletem o conhecido crescimento do agronegócio.

**TABELA 12**

	<b>Investimento Fluxo 2019 3T a 2022 3T</b>	<b>Saldos em 2019 3T (estoque)</b>	<b>Investimento/Estoque %</b>
<b>1. Indústria</b>	673.111	1.461.605	46,1%
Indústria Extrativa	104.080	250.325	41,6%
Indústria de Transformação	386.256	1.004.727	38,4%
Geração de Energia	182.776	206.553	88,5%
<b>2. Serviços</b>	448.662	796.624	56,3%
Transportes	65.883	224.289	29,4%
Saneamento	37.387	85.424	43,8%
Distribuição de Energia	71.025	128.186	55,4%
Outros	274.368	358.725	76,5%
<b>3. Comércio Varejista</b>	99.852	64.699	154,3%
<b>4. Agroindústria</b>	214.019	151.985	140,8%
<b>5. Total</b>	<b>1.435.645</b>	<b>2.474.913</b>	<b>58,0%</b>

Fonte: Valor Pro– Elaboração CEMEC Fipe

Embora se trate de hipótese cuja validação depende de estudos mais aprofundados, a ideia é que o aumento da dívida financeira assumido pelas empresas do comércio varejista para financiar os investimentos de ajuste de seu modelo operacional tenha criado uma situação especialmente desafiadora. O serviço da dívida, amortização e juros, teve grande aumento com a elevação da taxa de juros, o crescimento de vendas tem sido reduzido e aumentou a inadimplência dos clientes.

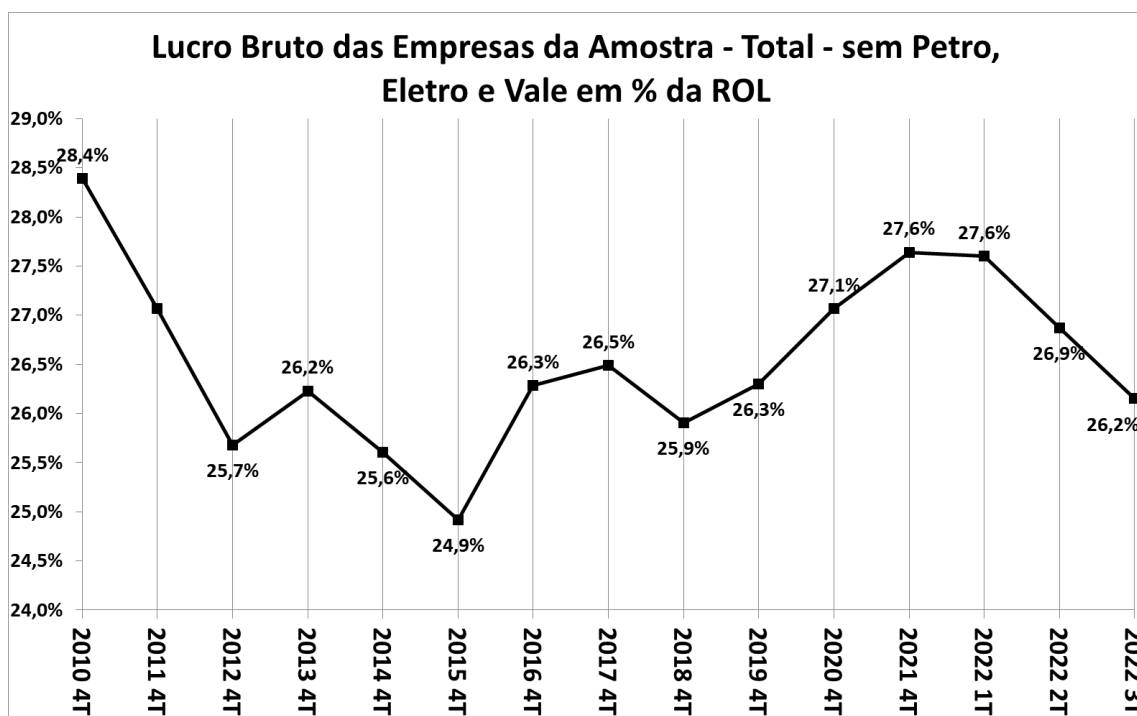
<sup>16</sup> A diferença de saldos das contas de ativo permanente e ativos intangíveis entre 2019 e 3T2022 é uma estimativa análoga ao valor nominal da formação bruta de capital fixo das contas nacionais do IBGE.

## 5. TENDÊNCIAS DA SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS ABERTAS EM 2023

### 5.1 Empresas abertas ex Petrobras, Eletrobras e Vale

Um dos principais fatores dos resultados positivos apresentados pelas empresas abertas nos últimos anos tem sido a elevação das margens de lucro bruto, como fica evidenciado no **Gráfico 14**. A partir de 2018 a margem de lucro bruto apresenta acentuado crescimento até atingir o máximo no ano terminado no primeiro trimestre de 2022, apresentando então queda nos períodos seguintes.

GRÁFICO 14

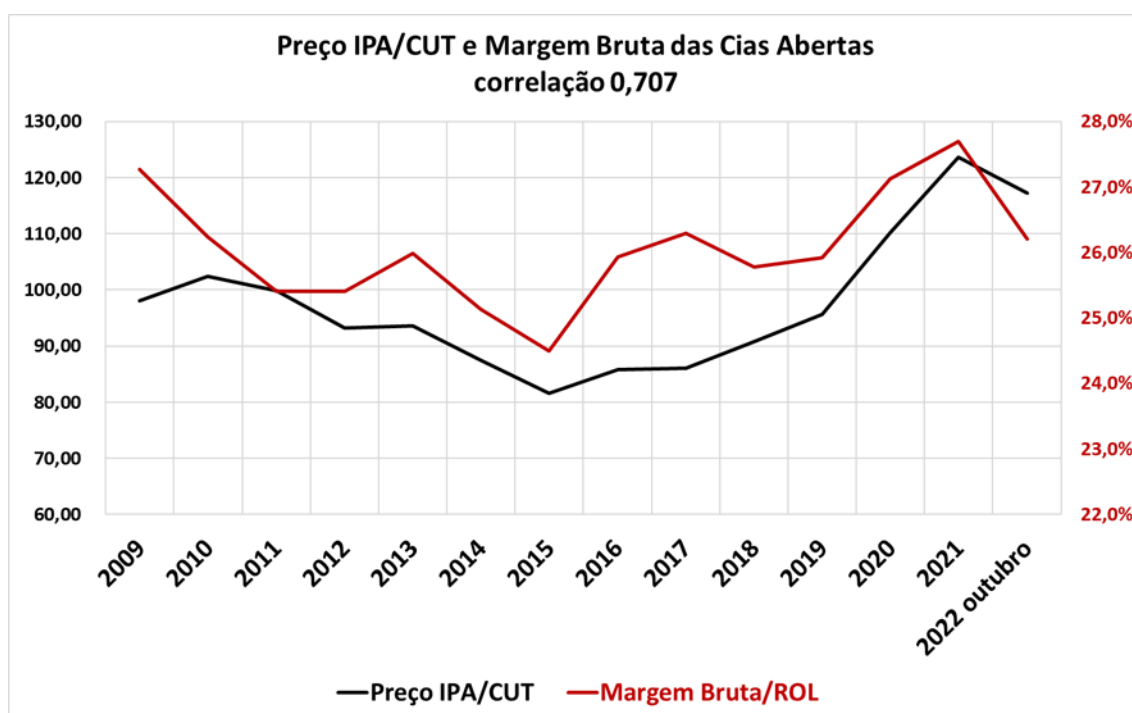


Fonte: Valor Pro – Elaboração CEMEC Fipe

Os movimentos da margem de lucro bruto têm sido fortemente influenciados pela relação entre os preços de venda e o custo unitário do trabalho, especialmente nas empresas da indústria, que representam mais de metade das vendas da amostra de empresas abertas, e cuja evolução é apresentada no **Gráfico 15**. Verifica-se a existência de elevada correlação

positiva de (+) 0,707 entre a margem de lucro bruto das empresas abertas e a relação entre o índice de preços por atacado e custo unitário do trabalho, custo esse que mede a evolução dos salários ajustados pela produtividade.

**GRÁFICO 15**



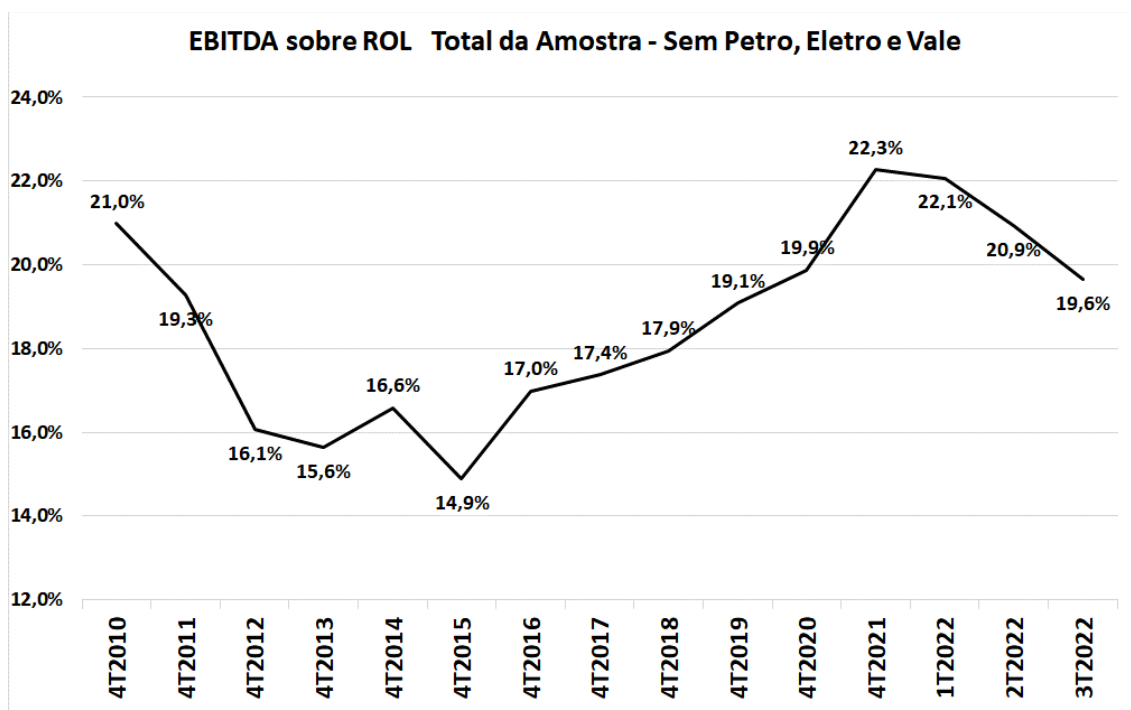
Fonte: Valor PRO, FGV, CNI – Elaboração CRC Consultores Associados

Nos últimos anos, o aumento dos preços internacionais das commodities e de produtos industriais, além da elevação da taxa de câmbio, abriu espaço para o aumento de preços de venda no mercado doméstico. Ao mesmo tempo, esses aumentos de preços defrontavam-se com custos de mão de obra relativamente estáveis num mercado de trabalho fragilizado com altos níveis de desemprego. A partir de 2022 observa-se a reversão desse quadro, em que é limitado o espaço para aumentos de preços, com a queda ou

estabilização dos preços das commodities, a estabilização da taxa de câmbio e ocorre elevação dos salários reais<sup>17</sup> com a forte queda dos índices de desemprego.

O principal efeito financeiro da queda das margens de lucro bruto é a redução da margem de geração de caixa por unidade de venda, representada pela relação EBITDA/ROL, cuja evolução pode ser observada no **Gráfico 16**.

**GRÁFICO 16**



Fonte: Valor Pro – Elaboração CEMEC Fipe

<sup>1717</sup> O dados do Saliariometro da Fipe mostram que em outubro 67,8% dos reajustes de salários negociados adotaram reajustes acima do INPC percentual esse que se situava abaixo de 30% no primeiro semestre; dados da CNI mostram que o rendimento médio real dos empregados da indústria tem aumento anual de 7,6% em outubro de 2022, percentual esse que era próximo de zero ou mesmo negativo no primeiro semestre; no INCC em 12 meses, o custo da mão de obra tem aumento de 11,42%, que se compara com 8,79% do aumento do custo de materiais.

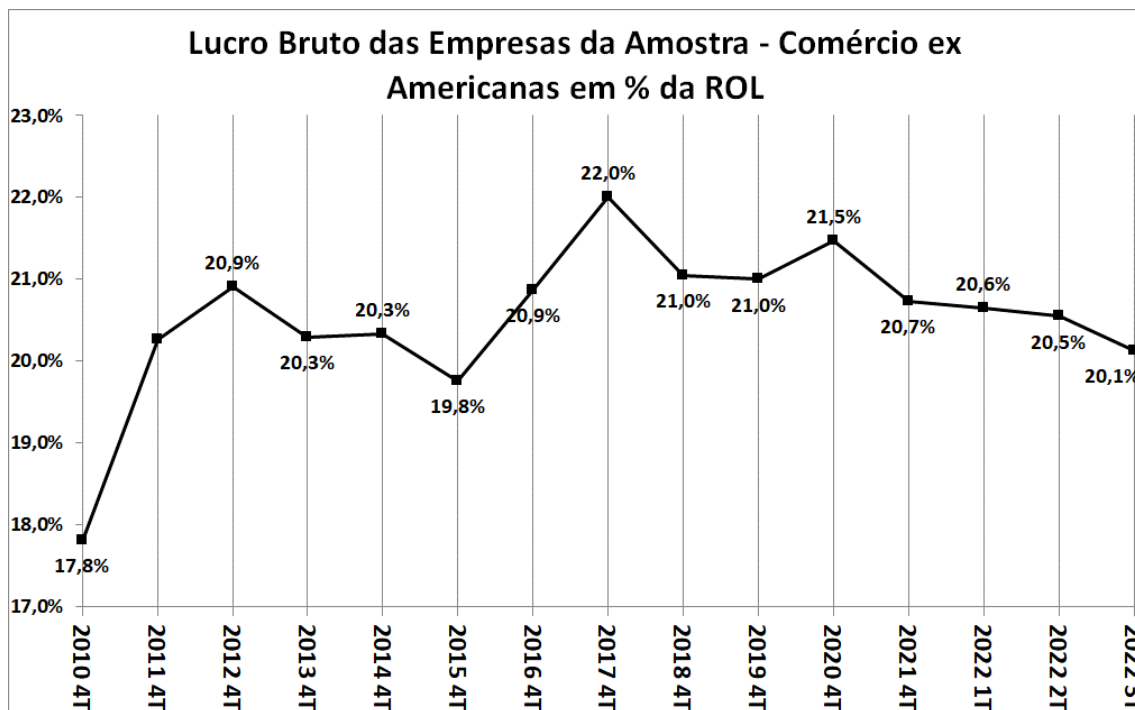


O cenário macroeconômico de mercado para 2023 inclui a redução das taxas de crescimento do PIB, a estabilização ou queda dos preços de commodities e manutenção de elevadas taxas de juros. Na hipótese de realização desse cenário, existem razões para acreditar em alguma deterioração da situação financeira das empresas abertas, que provavelmente se refletirá na elevação do indicador endividamento líquido em relação à geração de caixa e na continuidade da queda do índice de cobertura de despesas financeiras nos próximos trimestres.

## 5.2 Empresas abertas do comércio varejista

Como se observa no **Gráfico 17**, embora as margens de lucro bruto do conjunto das empresas do comércio varejista apresentem evolução diferente da observada nas empresas da amostra total, produtos industriais representam parcela considerável das vendas dessas empresas, e observa-se igualmente uma tendência de queda desde o pico ocorrido no ano de 2020, que se mantém ao longo de 2022. Os mesmos fatores apontados na amostra total, sinalizam a manutenção dessa tendência de redução de margens.

**GRÁFICO 17**



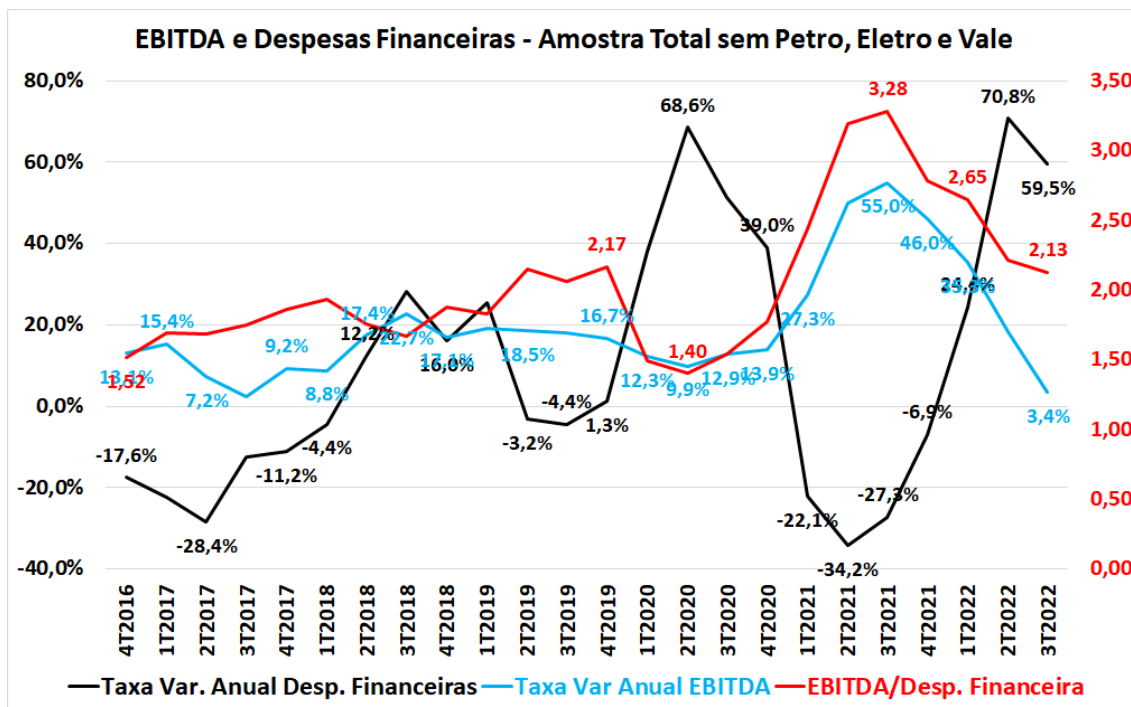
Fonte: Valor Pro – Elaboração CEMEC Fipe

### 5.3 Crescimento de despesas financeiras e geração de caixa das empresas abertas

A eventual manutenção da tendência de queda das margens brutas e da geração de caixa sobre vendas das empresa abertas, combinada com a expectativa de redução de crescimento do PIB e da manutenção de alta taxa de juros sugere uma evolução negativa da sua situação financeira nos próximos meses. Uma implicação direta desse cenário se dá sobre o crescimento da geração de caixa em relação ao crescimento das despesas financeiras das empresas.

No **Gráfico 18** estão representadas as taxas anuais de crescimento do valor da geração de caixa da amostra total das empresas abertas desde 2016, em comparação com o crescimento das suas despesas financeiras e a evolução do índice de cobertura de despesas financeiras, este medido no eixo da direita.

GRÁFICO 18



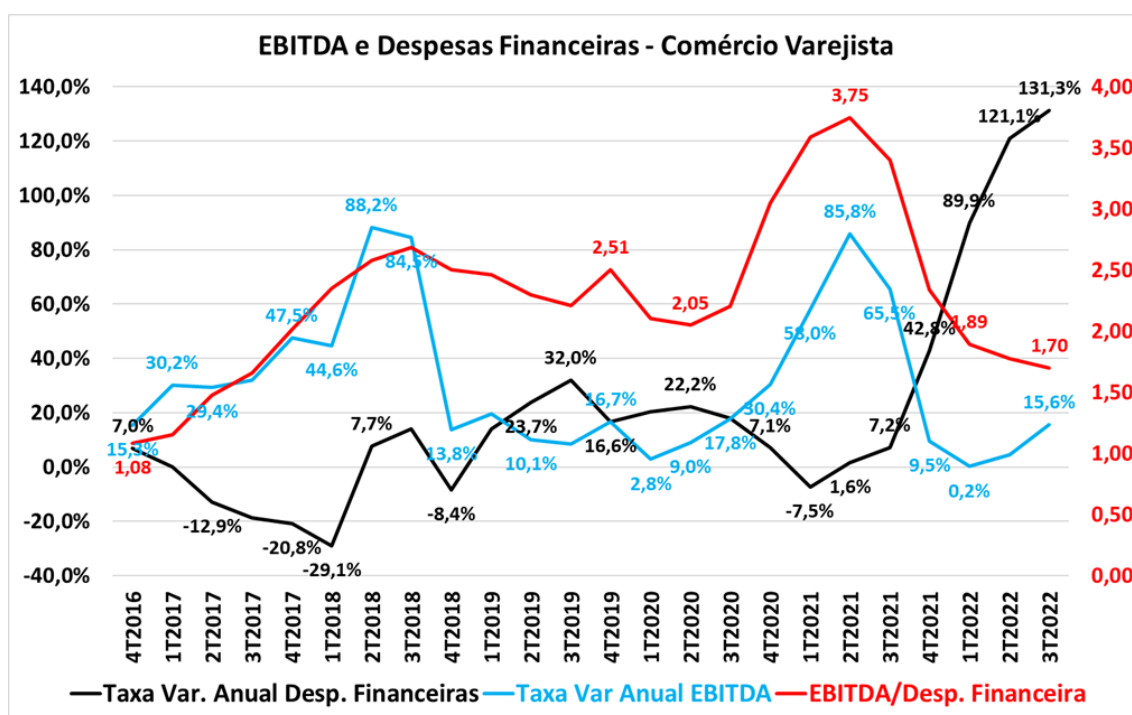
Fonte: Valor Pro – Elaboração CEMEC Fipe

A enorme volatilidade das taxas de variação do valor dos fluxos de caixa nos últimos anos (em azul) reflete os impactos recessivos da pandemia em 2020, seguidos da forte recuperação que atinge o pico em 2021 2T, seguindo-se a partir daí uma queda que se estende até 3T2022, com crescimento anual de apenas 3,4%, refletindo menor crescimento de vendas e redução de margens. A correlação negativa entre variação de EBITDA e de despesas financeiras no período de 2020 a 2022 gera forte flutuações do índice de cobertura de despesas financeiras (em vermelho) que apresenta inicialmente um crescimento excepcional, desde o mínimo de 1,40 em 2T2020 até o pico de 3,28 em 2T2021, para cair então a 2,13 em 3T2022.

No cenário de mercado, as projeções para os próximos meses indicam a continuidade de queda do índice de cobertura de despesas financeiras, com taxas de crescimento da geração de caixa, inferiores às taxas de crescimento das despesas financeiras, estas refletindo a permanência de taxas de juros elevadas. Embora o índice agregado ainda se situe no nível confortável de 2,13, na medida em que a referida tendência negativa venha ocorrer, aumenta a probabilidade de aumentar a porcentagem das empresas abertas com geração de caixa insuficiente para cobrir as despesas financeiras, porcentagem essa que já era de 14,1% em 3T2022, como consta da **Tabela 11**.

No **Gráfico 19**, com dados das empresas abertas do comércio varejista, os índices de cobertura de despesas financeiras também atingem o pico de 3,49 no ano terminado em 2T2021. As taxas anuais de crescimento das despesas financeiras crescem e atingem porcentual superior a 100% em 3T2022, mas a reversão de taxas de variação negativas da geração de caixa observada no ano terminado em 1T2022, para um crescimento anual de 15% em 3T2022, modera a queda e gera até um pequeno aumento do índice de cobertura para 1,82.

GRÁFICO 19



Fonte: Valor Pro – Elaboração CEMEC Fipe

## 6. CONCLUSÕES

- a) **Visão macroeconômica:** com os dados disponíveis até janeiro de 2023, não há indicações da ocorrência de uma crise de crédito, mas a tendência de queda do crescimento do PIB e permanência altas taxas de juros podem agravar o quadro nos próximos meses;
- b) **Crédito bancário:** Parece ser improvável a ocorrência uma de crise de crédito bancário: provisões reforçadas, níveis de capitalização e de liquidez do SFN superiores aos requerimentos prudenciais; o BCB, via COMEF se mantém atento e a experiência de 2020 mostra que ajustes regulatórios do BC agilizam repactuação de dívidas, mitigam dificuldades financeiras e reduzem inadimplência;
- c) **Mercado de capitais:** é um ponto de atenção; muito cedo para conclusões; mas mercado de dívida privada é importante, responde atualmente por um terço da captação líquida de recursos das empresas : existem sinais de perda de confiança dos investidores com influência do evento Americanas, evidenciada pelo aumento de spreads, e alguma dificuldade de novas colocações, que podem vir a comprometer a rolagem de dívida de empresas em que essa fonte de recursos é muito importante, tipicamente empresas medias grandes e grandes;
- d) **Situação financeira das empresas abertas:** a partir de uma situação financeira favorável em 3T2022, situação financeira do conjunto das empresas abertas deve manter tendência negativa nos próximos trimestres, com redução de margem bruta e de geração de caixa e altas despesas financeiras;
- e) **Empresas abertas do comercio varejista:** sua situação financeira tem sido o foco de atenções do mercado após o evento das Americanas; os números apresentados e as análises feitas podem sugerir as seguintes hipóteses:
- i. O choque da pandemia atingiu todas as empresas, mas especialmente as empresas do comercio varejista, com fechamento de lojas e afastamento dos consumidores com impacto negativo de vendas e de geração de caixa;
  - ii. Com a difusão do uso de informática e celulares pelos consumidores ocorre um forte crescimento das vendas on-line, e a capacidade de participar desse mercado se torna um importante diferencial competitivo das empresas do varejo;

- iii. Os dados mostram que essas empresas promoveram grande aumento dos investimentos em processos, sistemas e logística, para reestruturar seus modelos operacionais de modo a acompanhar o acelerado crescimento as vendas online;
- iv. É razoável supor que parcela considerável do aumento de 3,6 vezes da dívida líquida das empresas abertas desse setor foi usado para financiar esses investimentos, em condições de baixas taxas de juros e perspectivas de manutenção de crescimento;
- v. A aceleração inflacionaria observada partir de 2021 levou a um acelerado aumento das taxas de juros e das despesas financeiras, teve efeitos negativos sobre a demanda, com queda da renda real da grande massa de consumidores, e o **encarecimento** do credito ao consumidor;
- vi. O aumento da inadimplência das famílias aumenta as despesas com perdas do crédito ao consumidor e as despesas financeiras, ao mesmo tempo em que caem as taxas de crescimento das vendas;
- vii. O evento Americanas, embora seja o resultado de uma fraude, que pode ocorrer com empresa de qualquer setor, ocorre exatamente nesse cenário, com impactos potencialmente negativos para o financiamento das empresas do comercio varejista e até de outros setores.

## 1. EQUIPE TÉCNICA

Coordenador: Carlos Antonio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas:

Fernando M. Fumagalli

Marly Paes

Estagiário:

Guilherme Casaca Valdivia

Dúvidas e Comentários:

[cemec@fipec.org.br](mailto:cemec@fipec.org.br)

\*As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais ou da Fipec. Este Relatório utiliza dados das fontes citadas disponíveis até a data de sua elaboração, que podem estar sujeitos a alterações posteriores. O Cemec não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões e de compra ou venda ou qualquer transação de ativos financeiros, ou outras que possam causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

\*\* A publicação foi produzida com as informações existentes em fevereiro de 2023.