

Nota CEMEC 08/2020

Financiamento das empresas

Na crise do COVID 19

Agosto de 2020

Impacto da crise do COVID 19 no financiamento das empresas

Sumário

1. Sumário executivo e conclusões	3
2. Fortes Mudanças das Fontes de Captação Líquida de Recursos das Empresas	6
2.1 FONTES DE FINANCIAMENTO DO MERCADO DOMÉSTICO E A TAXA DE JUROS POR FONTE DE RECURSOS	12
2.2 AUMENTO DO CRÉDITO BANCÁRIO CONCENTRADO NAS EMPRESAS GRANDES	15
2.3 FONTES DE FINANCIAMENTO DO MERCADO INTERNACIONAL E O DIFERENCIAL DE JUROS	20
3. Mudanças da composição do exigível financeiro	23
4. Alocação de recursos pelo mercado	27
4.1 CRÉDITO DIRECIONADO E CRÉDITO DE RECURSOS LIVRES	27
4.2 CRÉDITO BANCÁRIO, MERCADO DE CAPITAIS E RECURSOS ALOCADOS PELO MERCADO	27

1. SUMÁRIO EXECUTIVO E CONCLUSÕES

Esta Nota retorna ao tema da Nota CEMEC 06/2020¹, com o objetivo de analisar o impacto da crise do COVID 19 sobre o padrão de financiamento das empresas brasileiras atualizado até o mês de maio de 2020.

1.1 Mudanças da captação líquida de recursos por fonte²:

- a. A análise da captação líquida total de recursos das empresas brasileiras nos 12 meses terminados em maio de 2020³, mostra que no nível agregado as medidas emergenciais adotadas pelo BACEN tiveram impacto significativo, atingindo R\$ 230,1 bilhões, cerca de 24,5% acima dos R\$ 184,8 bilhões de 2019.
- b. Não obstante, é interessante lembrar que esse valor de R\$ 230,1 bilhões ainda é 36,5% inferior em termos nominais aos R\$ 362,5 bilhões líquidos captados em 2013, redução essa que combina que da receita das empresas brasileiras e a redução de sua alavancagem, como mostram outros trabalho do CEMEC Fipe. ;
- c. Esse valor de R\$ 230,1 bilhões é o resultado da diferença entre a captação líquida positiva de R\$ 313,4 bilhões, somando recursos do mercado de capitais (R\$ 192,2 bilhões) e do crédito de recursos livres (R\$ 183,5 bilhões), suficientes para cobrir e superar a saída de caixa de R\$ 84,4 bilhões, utilizados para o resgate líquido de operações de crédito direcionado (- R\$ 52,5 bilhões) e de recursos do mercado internacional (- R\$ 31,9 bilhões)
- d. Em relação a 2019, os destaques são o aumento de 101,0% da captação líquida de crédito de recursos livres, de R\$ 91,3 bilhões para R\$ 183,5 bilhões no ano terminado em maio de 2020 e o crescimento de 13,8% de emissões primárias de ações, para R\$ 38,8 bilhões, enquanto que a captação de recursos com títulos de

¹ Nota CEMEC 06/2020 – “Impacto da crise do COVID 19 no financiamento das empresas

² A captação líquida de recursos é uma estimativa da efetiva entrada de recursos financeiros no caixa das empresas, obtida pela diferença entre o saldo inicial e o saldo final de empréstimos e financiamentos de cada fonte de recursos em cada período anual, considerando portanto o resultado consolidado de captação, resgate e capitalização de juros das operações de dívida existentes. No caso de recursos em moeda estrangeira, é calculada inicialmente a variação mensal dos saldos em moeda estrangeira, valor esse convertido então à taxa de câmbio do final de cada mês.

³ Inclui recursos líquidos de dívida captados na forma de crédito bancário e títulos de dívida no mercado de capitais no mercado doméstico e no mercado internacional, além dos recursos obtidos com a emissão primária de ações.

dívida corporativa tem uma queda de quase 50%, de R\$ 280,0 para R\$ 92,1 bilhões.

1.2 Aumento do crédito bancário concentrado nas empresas grandes

- a. As medidas de aumento da liquidez e do crédito adotadas em março pelo BACEN, visando mitigar o impacto negativo da crise do COVID 19, tiveram impacto significativo no volume de crédito oferecido pelos bancos para as empresas grandes, cujo saldo cresceu de R\$ 902,4 bilhões em fevereiro para R\$ 1.020,4 bilhões em maio de 2020, com crescimento de 13,3% e de apenas 3,7% para as micro, pequenas e médias empresas (MPME), de R\$ 541,6 bilhões para R\$ 561,9 bilhões no mesmo período;
- b. Trata-se de uma diferença de desempenho que se agrava pelo menos desde 2012. Depois de oito anos, o saldo de crédito contratado com as MPME tem queda nominal de (-) 2,6%, para apenas R\$ 561,9 bilhões, enquanto que o saldo de crédito das empresas grandes aumenta 80,4% %, para mais de um trilhão de reais (R\$ 1.020,4).
- c. Esses números mostram que as linhas de crédito criadas para atender às MPME não apresentam resultado até maio de 2020; a redução do crédito das MPME nos últimos anos está correlacionada com a elevação da inadimplência a partir da recessão iniciada em 2014; algumas linhas de financiamento criadas como apoio de fundos de garantia tem apresentado alguns resultados promissores.

1.3 Fontes de financiamento do mercado internacional e o diferencial de juros

- a. Apesar da alta volatilidade dos saldos de recursos tomados no mercado internacional nos últimos anos, chama a atenção a acentuada queda de participação em 2019 estendendo-se até o início de 2020; existem indicações de que parcela considerável desses movimentos no caso de dívida registrada e títulos de dívida tem sido influenciada por diferenças de juros domésticos e

internacionais⁴; as variações da captação líquida de empréstimos intercompanhias não acompanham essas diferenças.

- b. Entre outros fatores, existem indicações de que a acentuada queda da taxa de juros de colocação das debentures no mercado doméstico a partir de 2017 tem reduzido o diferencial de juros e contribuído para a redução do volume de captação de recursos externos.

1.4 Composição do exigível financeiro das empresas não financeiras

- a. No período mais longo, de 2016 a 2019, ocorre grande aumento da participação dos títulos da dívida corporativa, de 8,3% para 11,7%, que se compara com a redução de participação do BNDES, de 8,8% para 5,3%;
- b. No ano terminado em maio de 2020 destaca-se o aumento de participação de recursos externos em moeda nacional, devido exclusivamente ao aumento da taxa de câmbio, de vez que seu saldo em moeda estrangeira teve queda de 1,3% em relação a dezembro de 2019;

1.5 Alocação de recursos pelo mercado

- a. Crédito direcionado e de recursos livres: principalmente como resultado do novo posicionamento do BNDES, adotado desde 2016, tem havido forte redução na participação do crédito direcionado no crédito bancário total, de 51,6% em dezembro de 2016 para apenas 36,1% em maio de 2020;
- b. Recursos alocados pelo mercado: levando em conta esse movimento de redução do crédito direcionado e o significativo aumento de recursos captados no mercado de dívida corporativa, a proporção de recursos alocados pelo mercado atinge 76,6% em maio de 2020, percentual que se compara com 61,4% em dezembro de 2016.

⁴ Foi calculada a diferença entre as taxas médias agregadas das debentures estimadas pelo CEMEC Fipe com base nos preços negociados no mercado secundário e um indicador do risco país.

2. FORTES MUDANÇAS DAS FONTES DE CAPTAÇÃO LÍQUIDA DE RECURSOS DAS EMPRESAS

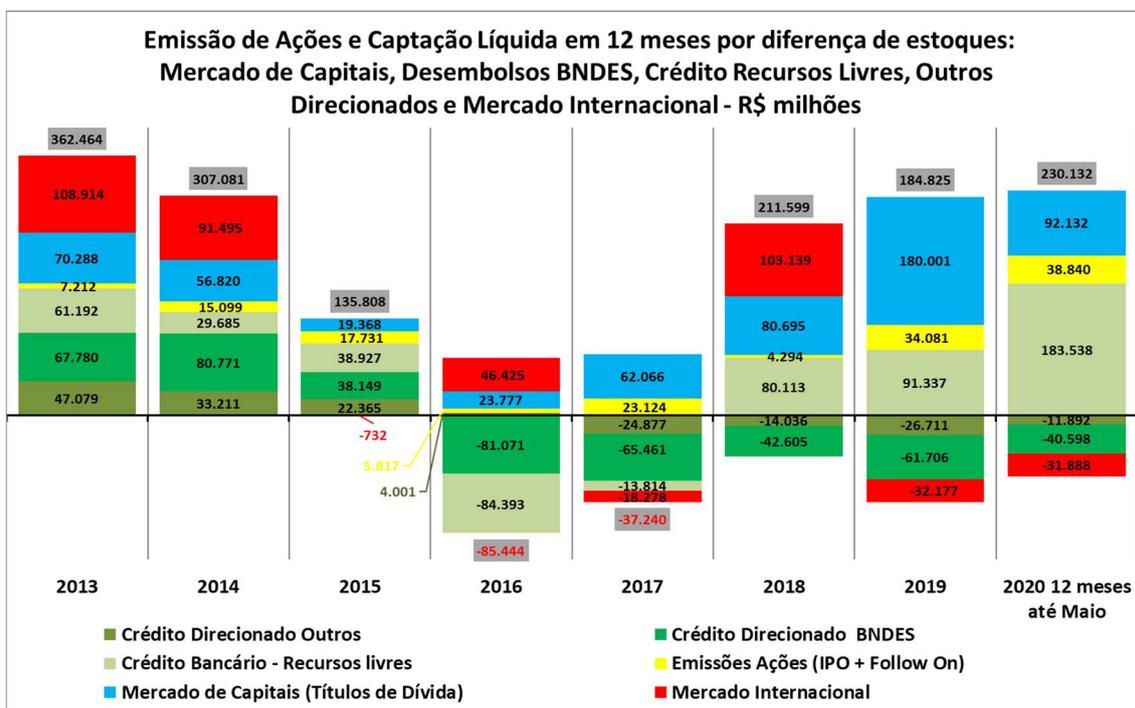
A captação líquida de recursos é uma estimativa da efetiva entrada de recursos financeiros no caixa das empresas, obtida pela diferença entre o saldo inicial e o saldo final de empréstimos e financiamentos de cada fonte de recursos em cada período anual. É o resultado líquido de captação, resgate e capitalização de juros das operações de dívida existentes.

A apuração do valor em reais da captação líquida de recursos provenientes de operações de mercado internacional parte da variação do saldo mensal da dívida externa em moeda estrangeira, que depois é convertida em reais pela taxa de câmbio final desse mês. O objetivo desse procedimento é distinguir a entrada efetiva de recursos adicionais no caixa das empresas do mero resultado de reajuste do saldo em reais da dívida em moeda estrangeira pré-existente pela variação da taxa de câmbio. Esse último resultado mede o aumento ou diminuição do valor contábil da dívida em moeda nacional num certo período, sem corresponder a saídas ou entradas de caixa.

A inclusão das emissões primárias de ações, exclusivas das companhias abertas, completa o valor total da captação de recursos no sistema bancário e no mercado de capitais. É importante lembrar que o valor total de captação líquida calculado não inclui o aumento de recursos próprios resultantes da retenção de lucros nas companhias abertas e nem a integralização de novas quotas de capital ou ações de empresas de capital fechado e a retenção de lucros dessas empresas.

O **Gráfico 01** mostra as mudanças ocorridas na composição da captação líquida de recursos de todas as empresas brasileiras a partir de 2013 até o ano terminado em maio de 2020.

GRÁFICO 01



Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

Pode-se observar a ocorrência de uma forte mudança no valor e na composição das fontes de captação líquida de recursos das empresas brasileiras nesse período. Além de refletir o impacto inicial da pandemia do COVID 19, essas mudanças demonstram a potência das medidas emergenciais de ampliação da liquidez e do crédito adotadas pelo BACEN, que permitiram atender uma provável antecipação de captação das empresas, além de compensar uma saída líquida de caixa da ordem de R\$ 84,4 bilhões destinada ao resgate de operações de crédito direcionado (R\$11,9 bilhões + R\$ 40,5 bilhões) e de dívida no mercado internacional (R\$ 31,9 bilhões).

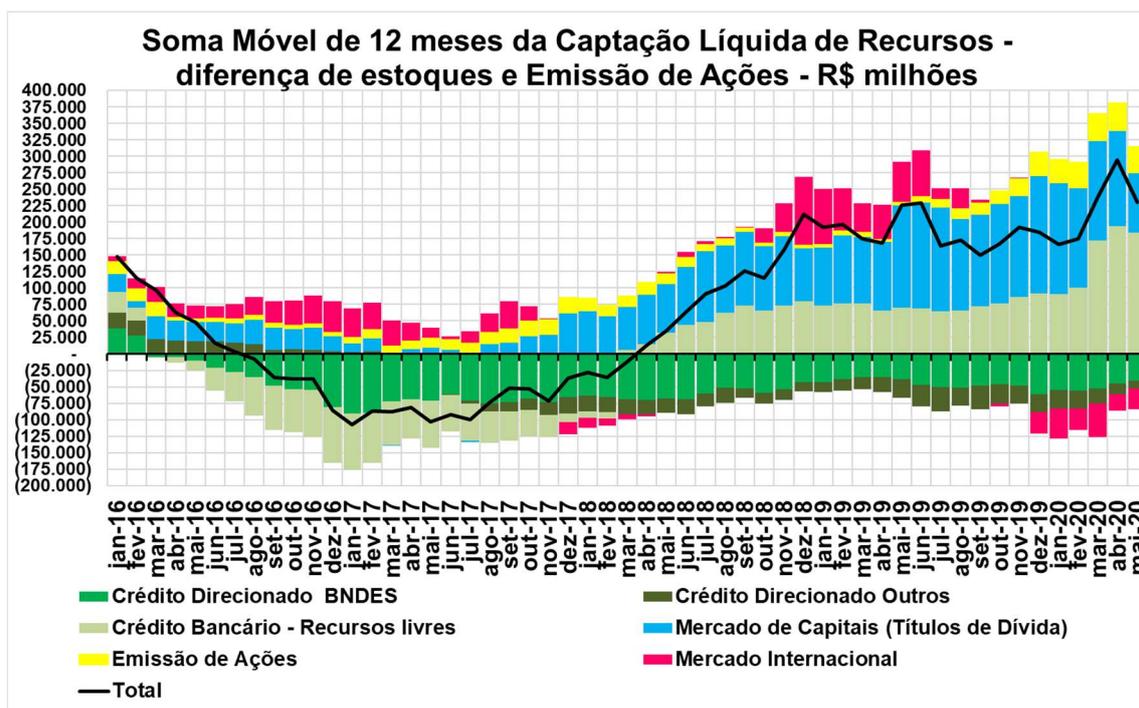
- a. **Valor total da captação líquida:** O valor da captação líquida de recursos salta de R\$ 184,8 bilhões em 2019 para R\$ 230,1 bilhões no ano terminado em maio de 2020, com aumento de 24,5%, não obstante a queda do PIB no primeiro trimestre e principalmente nos meses de abril e maio. Os recursos captados em operações

- de crédito livre e no mercado de capitais mais que compensam a forte saída de caixa para resgates de crédito direcionado e dívida externa das empresas;
- b. **Crédito bancário de recursos livres:** O principal fator que explica esse crescimento é o **valor líquido captado de crédito de recursos livres pelas empresas, de R\$ 183,5 bilhões, que é o dobro (+ 101,0%) dos R\$ 91,3 bilhões captados em 2019**, que já era o maior valor de captação líquida desses recursos desde 2013.
 - c. **Crédito direcionado e mercado internacional:** A variação negativa do valor da captação líquida de crédito direcionado do BNDES (- R\$ 40,5 bilhões) e de outros direcionados (- R\$ 711,9 bilhões) e do mercado internacional (- R\$ 31,9 bilhões) somados, representam uma forte saída de caixa de todas as empresas não financeiras que atinge R\$84,4 bilhões no ano terminado em maio de 2020.
 - d. **Mercado de capitais:** A migração de investidores domésticos de aplicações em renda fixa para ações abriu espaço para o aumento de 14,0% de emissões primárias no ano terminado em maio de 2020 em relação a 2019, atingindo R\$ 38,8 bilhões; ao mesmo tempo, o valor líquido captado no mercado de dívida, caiu praticamente à metade, de 180,0 em 2019 para apenas R\$ 92,1 bilhões no ano terminado em maio de 2020; essa queda abrupta reflete as dificuldades de liquidez e elevação de spreads observadas nesse desde fins de 2019, que se seguem ao crescimento excepcional de 123% observado em 2019 sobre 2018.

O **Gráfico 02** permite acompanhar a soma móvel mensal de 12 meses da captação líquida por fonte de recursos a partir do início de 2016. Chama a atenção a mudança observada no valor da captação de recursos do mercado internacional por parte das empresas, que apresentava valores positivos e significativos nos períodos anuais terminados desde fins de 2018 até meados de 2019, mas desaparece daí por diante até assumir valores negativos significativos a partir de dezembro de 2019. Em períodos anuais, recursos líquidos captados na forma de crédito de recursos livres e do mercado de capitais incluindo ações

e títulos de dívida mais que compensam as saídas para resgate de crédito direcionado e de dívida no mercado internacional.

GRÁFICO 02

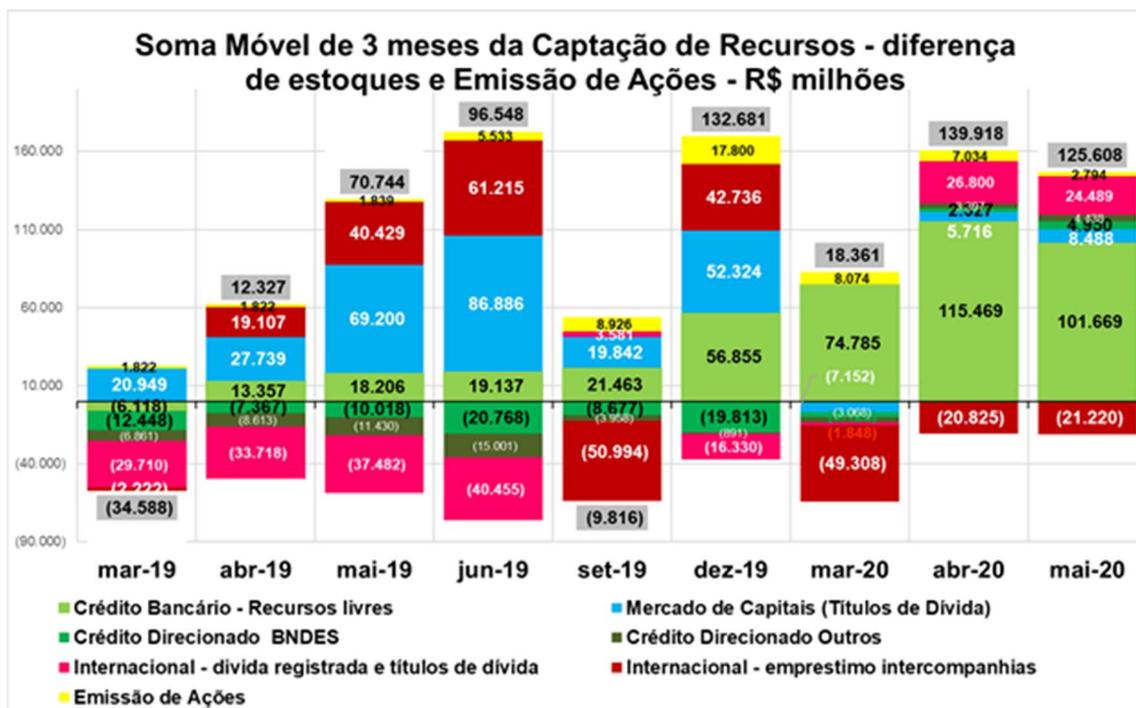


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

Não obstante a análise desses fluxos em período de doze meses facilite a visualização de tendências, esses números dificultam a percepção do impacto de mudanças mais bruscas, como é o caso daqueles associados à crise do CVOVID 19 e ao efeito das medidas de aumento da liquidez e do crédito adotadas pelo BACEN.

Esses movimentos ficam muito mais visíveis no **Gráfico 03**, que apresenta a evolução da captação líquida de recursos em trimestres até maio de 2020.

GRÁFICO 03



Como se vê, os efeitos das medidas emergenciais adotadas BACEN se refletem na evolução da captação líquida de crédito de recursos livres por parte das empresas. Por exemplo, no trimestre encerrado em maio de 2020 o volume de recursos líquidos captados dessa fonte pelas empresas, de R\$ 101,7 bilhões, é 5.6 vezes maior que o observado em igual período de 2019, de apenas R\$ 18,2 bilhões.

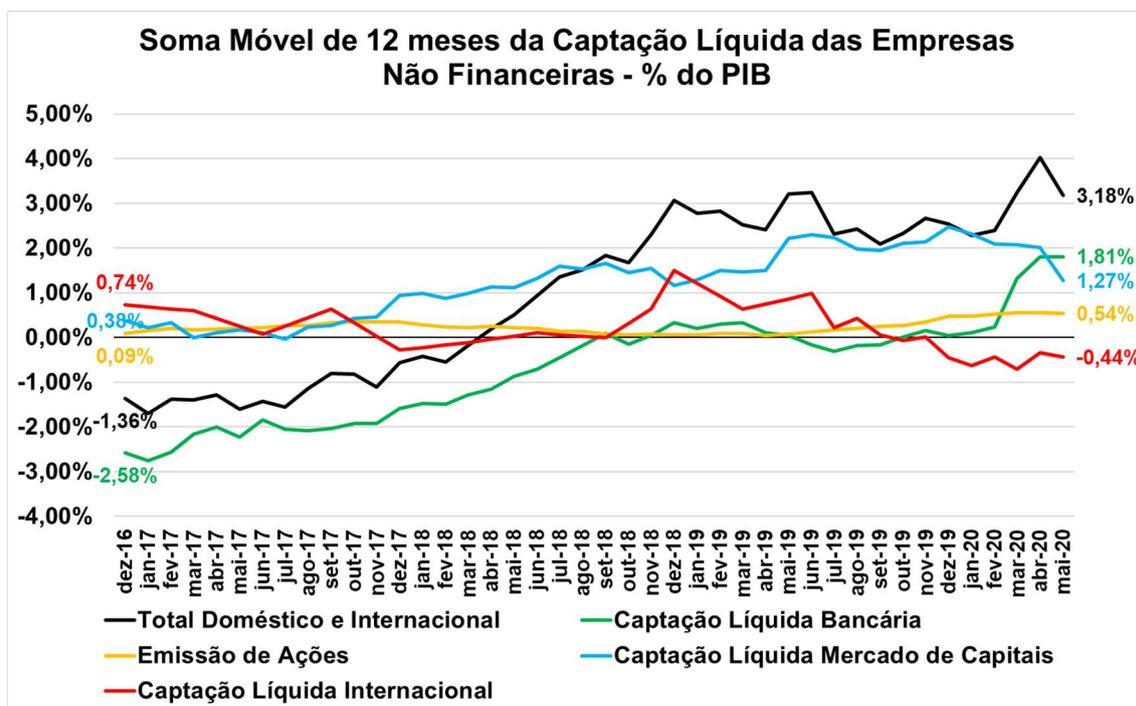
No primeiro trimestre de 2020, o salto de captação líquida de recursos de crédito de recursos livres a partir de meados de março foi da maior importância para evitar uma crise de liquidez das empresas. Essa crise certamente teria ocorrido, ao combinar a queda de receita de vendas com a forte saída de caixa originada no resgate líquido de operações de crédito direcionado e operações no mercado internacional. Já nos trimestres encerrados em abril e maio a única fonte com saída líquida de recursos é a dos empréstimos intercompanhias, com o resultado gerar significativo reforço de caixa das empresas.

Ao mesmo tempo, ocorre forte mudança na composição das fontes de recursos, com queda acentuada dos recursos líquidos captados no mercado de dívida corporativa, com apenas R\$ 8,5 bilhões no trimestre encerrado em maio de 2020 versus R\$ 69,2 bilhões em igual período de 2019. Chama a atenção também a grande volatilidade dos recursos provenientes de recursos externos ao longo de todo o período examinado. Por exemplo, no primeiro trimestre, a captação líquida dessas fontes representou forte saída de caixa de (-) R\$ 51,1 bilhões [(-) R\$1,8 de dívida registrada e títulos de dívida e (-) R\$ 49,3 de empréstimos intercompanhias]. Já nos trimestres encerrados em abril e maio de 2020, a captação líquida de recursos externos apresenta pequenos valores positivos, de R\$ 6,0 bilhões e R\$ 3,3 bilhões respectivamente, de vez que os recursos líquidos captados na forma de dívida registrada e títulos de dívida superaram os fluxos negativos de empréstimos intercompanhias⁵.

O **Gráfico 04**, demonstra que a relativa estabilização da captação líquida de recursos das empresas como proporção do PIB desde o segundo semestre de 2018 é o resultado do aumento da captação de recursos no mercado doméstico e especialmente de títulos de dívida do mercado de capitais, em volume suficiente para compensar a forte retração dos recursos provenientes do mercado internacional. A mudança de patamar do crescimento da captação líquida total de recursos para 3,18% do PIB no ano terminado em maio de 2020 tem origem no forte crescimento do crédito de recursos livres, que salta de valores próximos de zero até fins de 2019 para 1,81% do PIB no ano terminado em maio de 2020.

⁵ A análise desses fluxos de entrada e saída de recursos de dívida externa das empresas apresentada na Nota CEMEC 06/2020 – “Impacto da crise do COVID 19 no financiamento das empresas” de junho de 2020, mostra que os fluxos de dívida registrada e “bonds” têm correlação com as diferenças de juros praticadas no mercado doméstico e o internacional, o que não corre com os empréstimos inter companhias.

GRÁFICO 04

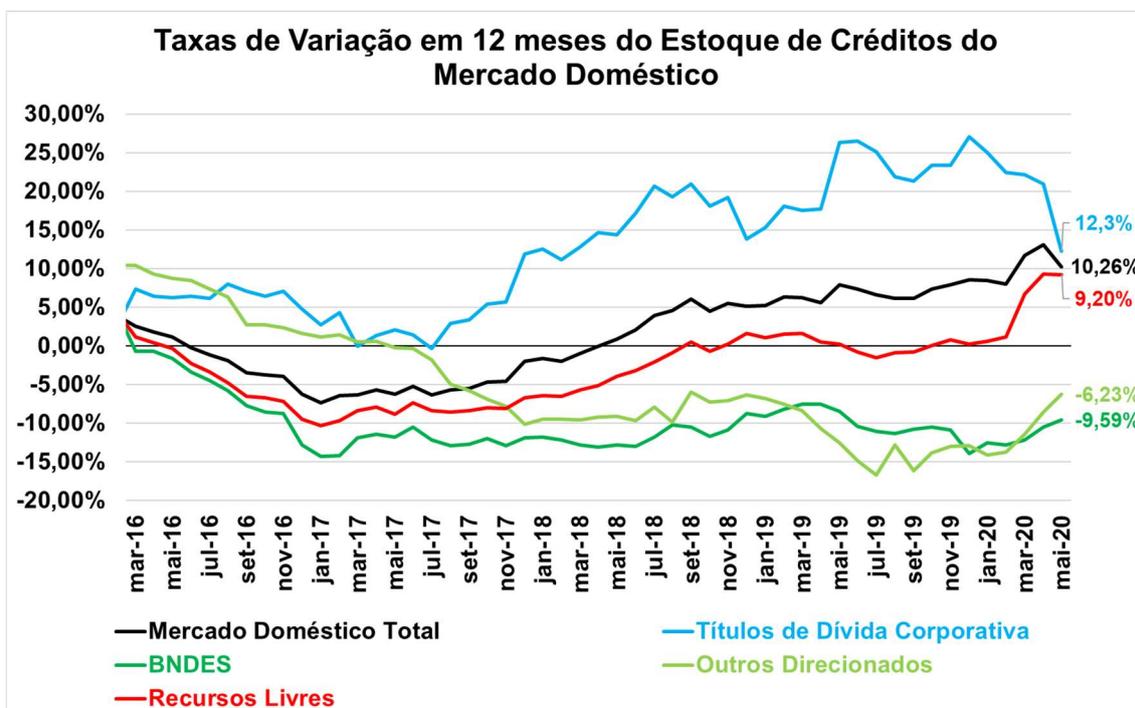


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

2.1 FONTES DE FINANCIAMENTO DO MERCADO DOMÉSTICO E A TAXA DE JUROS POR FONTE DE RECURSOS

Apesar do acesso ao mercado de dívida corporativa estar ainda restrito a empresas de maior porte, o aumento do saldo de operações feitas nesse mercado até maio de 2020 é o principal componente do crescimento dos recursos líquidos de dívida captados por todas as empresas não financeiras no mercado doméstico desde meados de 2017. Não obstante a redução da taxa anual de crescimento de níveis que chegaram a atingir 25% para apenas 12,3% no ano terminado em maio de 2020, o **Gráfico 05**, mostra que ainda assim é uma taxa superior ao crescimento total de recursos líquidos captados (+10,26%) e do crédito de recursos livres, com 9,20%. O crescimento dos recursos captados nessas duas fontes sustenta o crescimento da entrada líquida de caixa de recursos de dívida provenientes do mercado doméstico, apesar da saída líquida de caixa para amortizar operações de crédito direcionado.

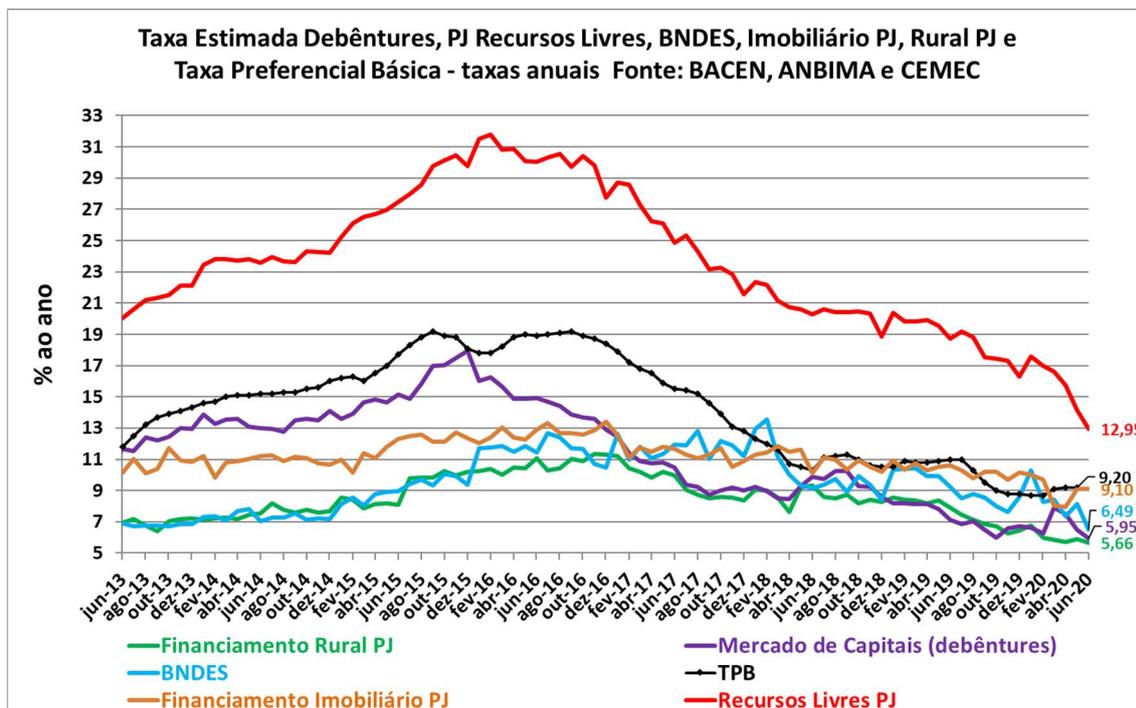
GRÁFICO 05



Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

Além da redução de oferta de recursos com taxas subsidiadas do BNDES, o principal fator que tem induzido as empresas a aumentar a participação da captação de recursos no mercado de dívida corporativa é a forte redução do seu custo financeiro em relação às alternativas existentes. Como se vê no **Gráfico 06**, as taxas de juros das debentures, que constituem o principal título de dívida corporativa, têm apresentado forte tendência de queda até fevereiro de 2020, liderando a queda das taxas de juros de outras fontes no segmento de empresas de maior porte, que têm acesso a esse mercado. Superado o salto observado em março e abril em função do impacto da crise, as taxas retornaram ao patamar anterior em maio e junho de 2020.

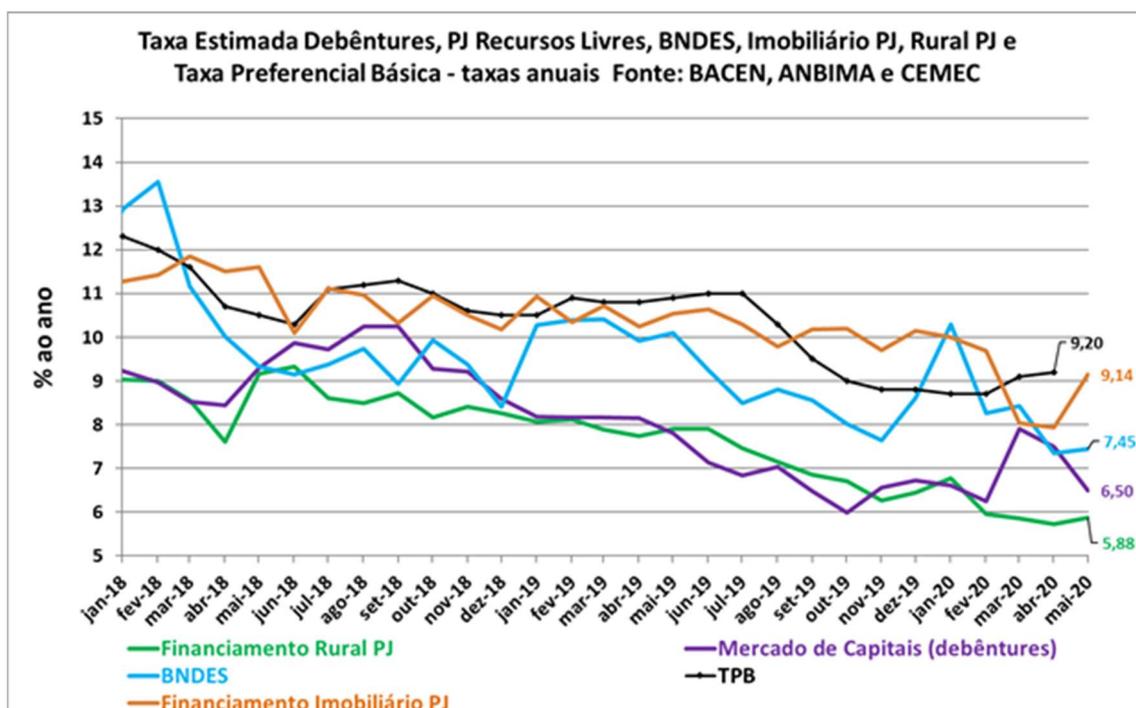
GRÁFICO 06



Fonte: BACEN, CEMEC, ANBIMA – Elaboração CEMEC

Como se vê no **Gráfico 07**, acompanhando o aumento das taxas de juros longas dos títulos públicos e o aumento do risco país, as taxas de juros médias desse papel se elevam de 6,2% a.a. em fevereiro para quase 8% a.a. em março. Nesse mês, apesar desse aumento, a taxa de debentures ainda permanece inferior à TPB, que teve um salto para 9,10% a.a., e ao BNDES com 8,3% a.a. Em maio a taxa média de debentures retorna a 6,5% a.a., taxa inferior ao BNDES e à TPB.

GRÁFICO 07



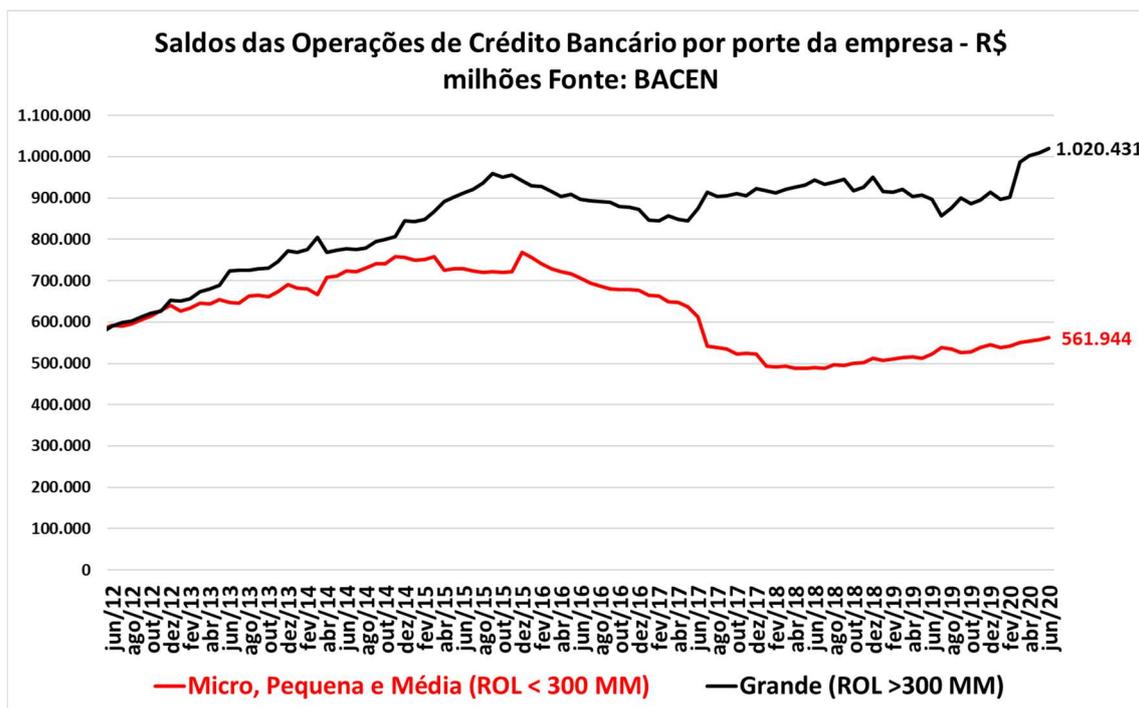
2.2 AUMENTO DO CRÉDITO BANCÁRIO CONCENTRADO NAS EMPRESAS GRANDES

As medidas de aumento da liquidez e do crédito adotadas em março pelo BACEN, visando mitigar o impacto negativo da crise do COVID 19, tiveram impacto significativo no volume de crédito oferecido pelos bancos, mas foi direcionado essencialmente às empresas grandes e teve efeito modesto para as micro, pequenas e médias empresas (MPME) pelo menos até maio de 2020.

Não obstante essa diferença de desempenho do volume de crédito disponibilizado entre empresas grandes e MPME tenha se manifestado na forma de um salto do crédito concedido para empresas grandes nos primeiros cinco meses de 2020, é evidente que se trata de um problema que se agrava desde 2012, como se vê no **Gráfico 08**. No início de 2012, os saldos de crédito das MPME (R\$ 577,0 bilhões) e das empresas grandes (R\$ 564,7 bilhões) eram praticamente iguais. Daí por diante, as tendências dos saldos de crédito desses segmentos de empresas têm comportamento claramente divergente. Depois

de oito anos, o saldo de crédito contratado com as MPME tem queda nominal de (-) 2,6%, para apenas R\$ 561,9 bilhões, enquanto que o saldo de crédito das empresas grandes aumenta 80,4% %, para mais de um trilhão de reais (R\$ 1.020,4).

GRÁFICO 08



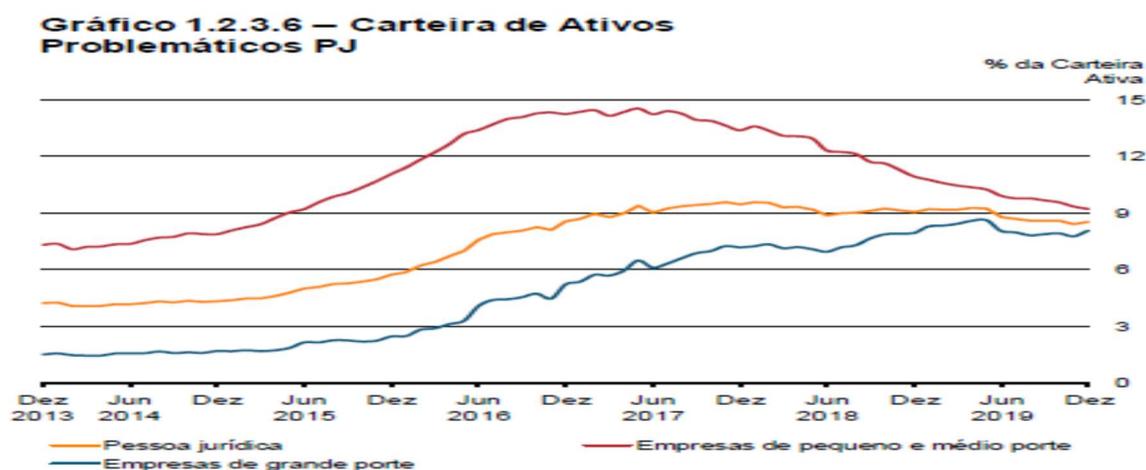
Fonte: Bacen

A evolução do saldo entre fevereiro, mês imediatamente anterior à adoção das medidas emergenciais, e maio de 2020, mostra um crescimento de saldo de crédito de 13,1% para as empresas grandes e de apenas 3,7% para as MPME. No aumento de R\$ 138,6 bilhões do saldo de crédito total para empresas, o aumento do saldo de crédito bancário para as MPME foi de apenas R\$ 20,3, ou 14,6%, que se comparam com R\$ 118,3 bilhões do aumento do saldo de empresas grandes, representando 85,4% ao aumento total.

Esses números mostram que apesar da criação de linhas de crédito específicas para atender as MPME, o aumento do saldo de crédito bancário observado em 2020 reflete apenas a manutenção da modesta tendência de crescimento observada desde seu valor mínimo atingido ao longo de 2018, resultado da forte queda a partir de 2015. A participação do saldo de crédito das MPME no total de crédito para empresas caiu de cerca de 50% em 2012 para apenas 35% em maio de 2020.

Dados de inadimplência do BACEN sugerem elevada correlação entre esse desempenho do crédito para as MPME e a evolução da inadimplência desse segmento de empresas. Como se vê no **Gráfico 09**⁶, o período de queda mais acentuada do crédito para MPME ocorre em seguida à forte elevação do percentual da carteira de ativos problemáticos dessas empresas no sistema bancário, que dobra de cerca de 7% em fins de 2013 até atingir quase 15% em meados de 2017.

GRÁFICO 09



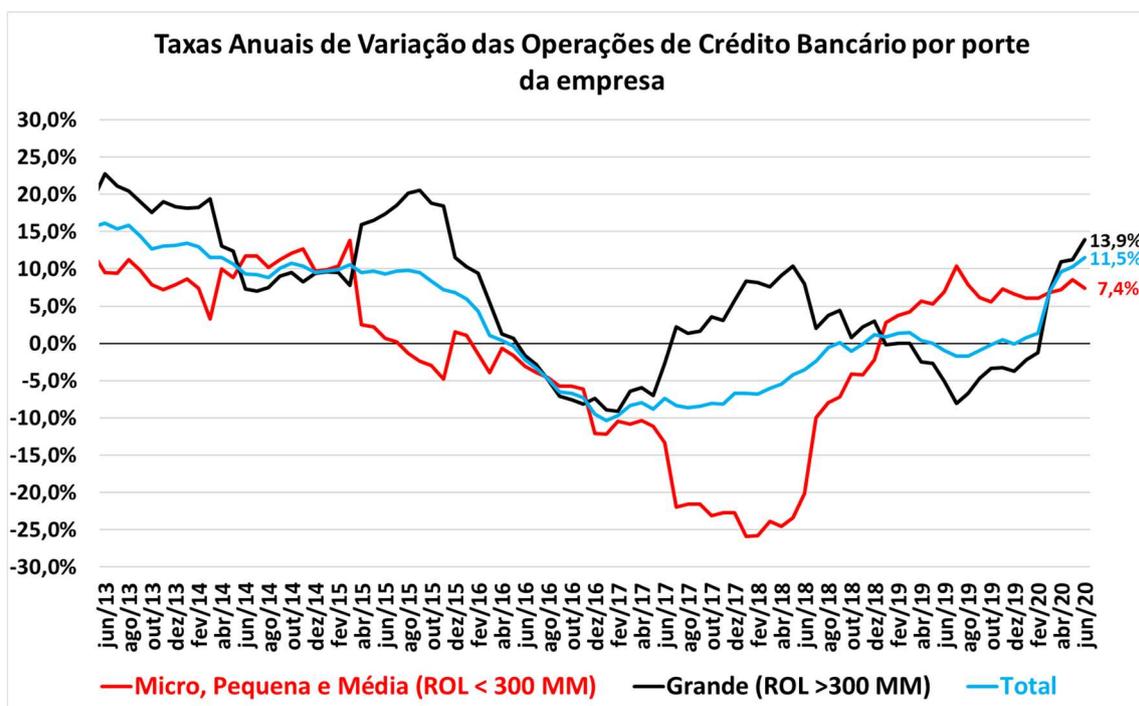
Fonte: Relatório de Estabilidade Bancária - Bacen

Da mesma forma, mas em sentido inverso, a reversão para um período de algum crescimento do saldo, como se vê no **Gráfico 08**, coincide com a progressiva redução do percentual de créditos problemáticos para as MPME. Somente estudo muito mais detalhado poderá identificar a dinâmica dessas relações de causa e efeito subjacentes a essa correlação entre saldo de crédito e inadimplência. Por exemplo, na medida em que um primeiro aumento de inadimplência gerado por choque adverso do cenário macroeconômico possa induzir a adoção de políticas de forte restrição de crédito, no momento seguinte essa restrição pode contribuir para agravamento da situação financeira das empresas e aumento da inadimplência.

⁶ Gráfico copiado do Relatório de Estabilidade Financeira do BACEN de abril de 2020.

O **Gráfico 10** apresenta as diferenças de crescimento mês a mês em períodos de 12 meses móveis do saldo de crédito para MPME e empresas grandes, cujo resultado acumulado é a evolução dos saldos apresentada no **Gráfico 08**. Fica evidenciada uma clara reversão do crédito para as MPME, que crescia em torno de 10% a.a entre 2013 e início de 2015, para uma queda que atingiu cerca de 26% no início de 2018. Daí por diante, observa-se uma redução das taxas de queda até reverter para taxas positivas de crescimento, que chegaram a atingir cerca de 10%a.a. em meados de 2019. Novo ciclo de queda ocorre até fevereiro de 2020, para cerca de 6% a.a., elevando-se a 7,4% em maio, refletindo algum efeito das políticas emergenciais de expansão do crédito bancário. Apesar da taxa de variação anual do saldo de crédito para empresas grandes ter apresentado também alguns períodos de queda, seu desempenho é nitidamente mais favorável que o das MPME, e se destaca ainda mais com a implementação das medidas de mitigação da crise do início de 2020, com crescimento de 13,9% em relação a maio de 2019.

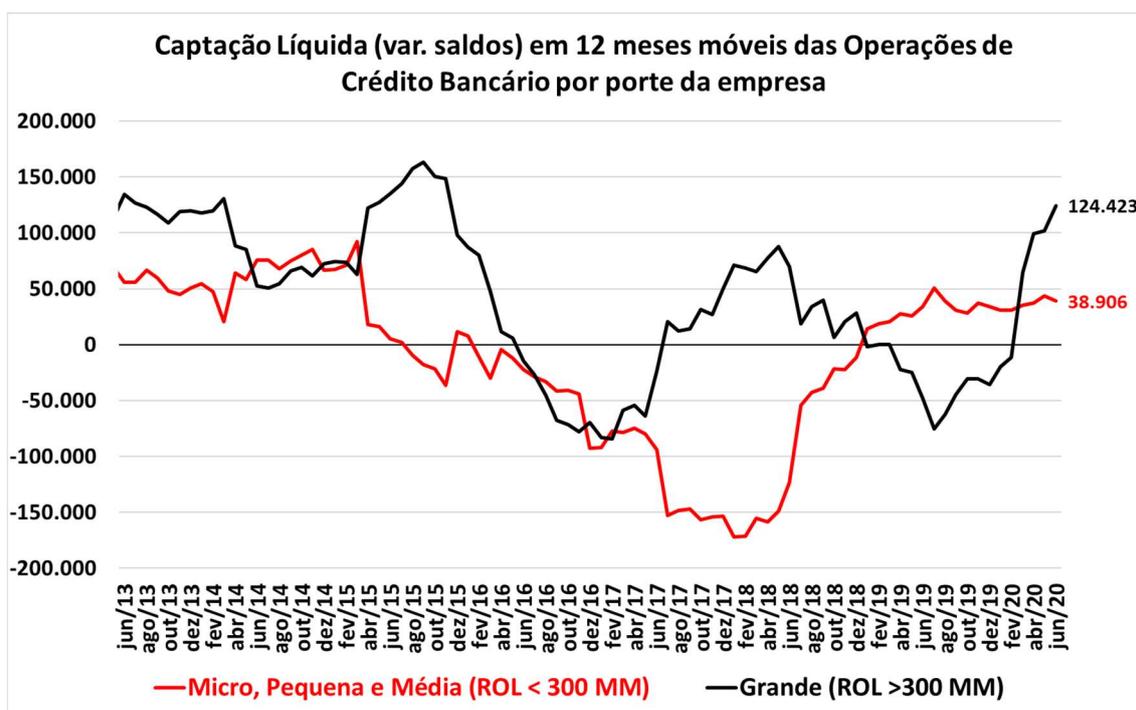
GRÁFICO 10



Fonte: Bacen

Esse mesmo desempenho pode ser observado ao calcular o valor da captação líquida de recursos por porte de empresas, apresentada no **Gráfico 11**. No ano terminado em junho de 2020 as empresas grandes captaram um volume líquido adicional de R\$ 124,4 bilhões com forte reversão positiva em relação aos meses anteriores. No caso das MPME o o valor da captação líquida nesse período de R\$ 38,9 bilhões, número ainda inferior à captação líquida anual de R\$ 50,6 bilhões observada em julho de 2019.

GRÁFICO 11



Fonte: Bacen

É possível que além da demanda de caixa para atender compromissos num momento de queda de receita de vendas, a magnitude do aumento do volume de crédito das empresas grandes tenha representado um esforço de antecipação de recursos para aumentar a liquidez por conta do previsível aprofundamento da crise nos meses seguintes.

Já no caso das MPME os números mostram que as medidas emergenciais adotadas para aumentar a oferta de crédito não produziram o efeito desejado pelo menos até maio. Mudanças de critérios para a concessão desses financiamentos tem sido anunciadas e

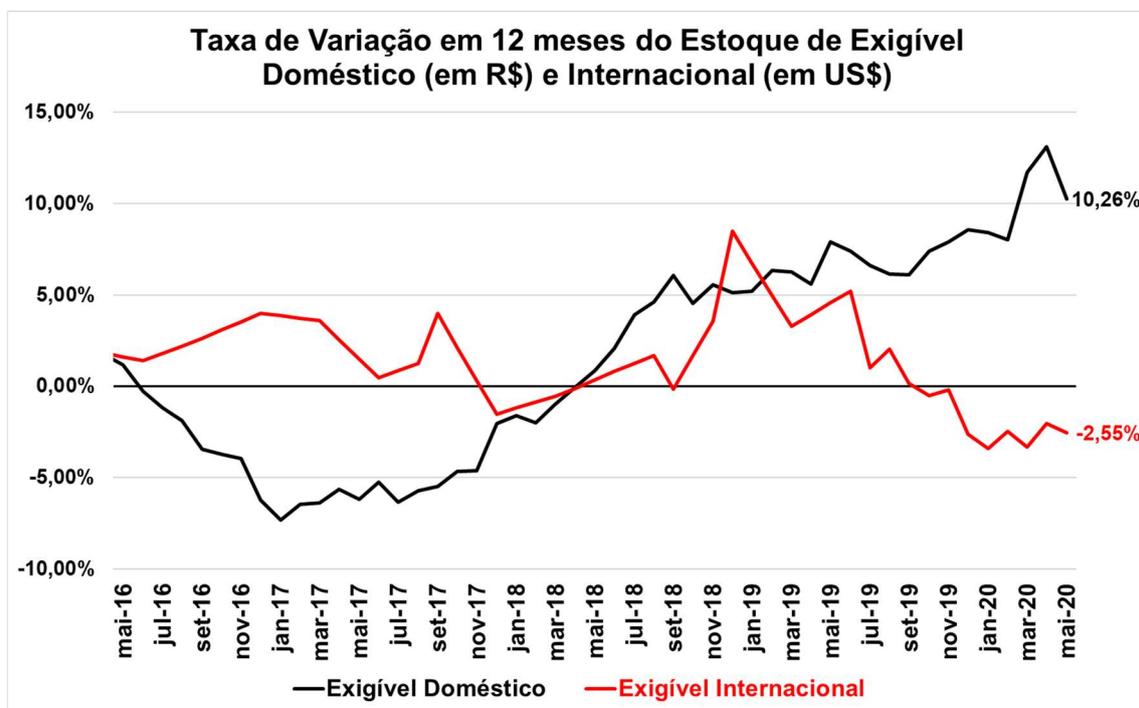
implementadas, especialmente mediante a operacionalização de fundos de garantia de risco de crédito. Fica evidenciada a necessidade de reforçar as linhas de crédito criadas recentemente com apoio de fundos de garantia, de vez que o aumento de risco de crédito induzido pelo novo ciclo recessivo tende a gerar restrições adicionais ao acesso dessas empresas ao crédito bancário.

2.3 FONTES DE FINANCIAMENTO DO MERCADO INTERNACIONAL E O DIFERENCIAL DE JUROS

Apesar da alta volatilidade dos saldos de recursos tomados no mercado internacional, medidos em dólares, chama a atenção a sua correlação negativa com os recursos tomados no mercado doméstico e a sua pronunciada tendência de queda observada desde o início de 2019.

Como se vê no **Gráfico 12**, as taxas anuais de variação mês a mês desses recursos tem correlação negativa com a captação líquida total de fontes domésticas pelo menos em dois períodos. Entre 2016 e início de 2017, a captação de recursos externos aparentemente foi uma alternativa de financiamento das empresas quando as taxas domésticas de juros do crédito bancário e do mercado de dívida estavam elevadas e oferta de crédito bancário doméstico estava em retração. A partir de 2017, o movimento se inverte com a acentuada queda da Selic e em 2018, o saldo de recursos externos em dólares cresce junto com a captação doméstica. Mas em 2019 volta a aparecer clara correlação negativa entre os dois saldos, com a queda do saldo de recursos externos crescimento acentuado do saldo recursos domésticos, especialmente a partir de março.

GRÁFICO 12



Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

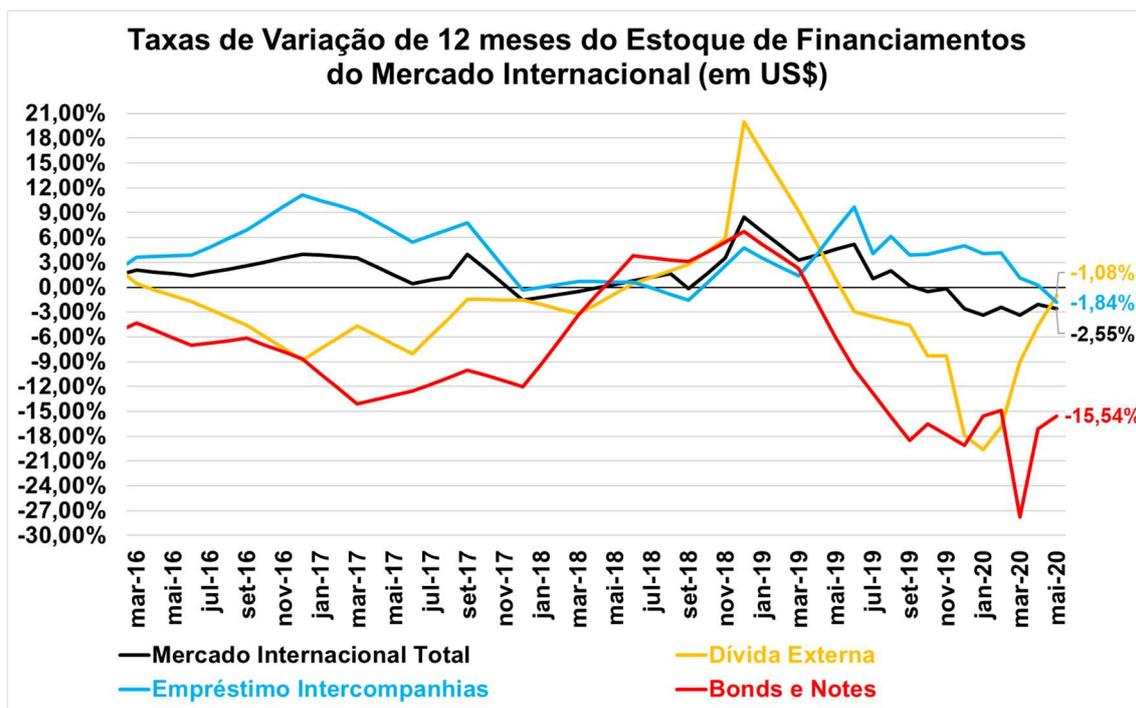
Em cada momento, condições do mercado financeiro internacional e vários fatores são levados em conta pelas empresas em suas decisões de financiamento, ai incluídas suas expectativas futuras de juros e taxas de câmbio, Na Nota CEMEC 06/2020⁷ foi feita uma comparação entre os prêmios de risco da dívida soberana, que constituem o piso dos prêmios de risco dos títulos privados no mercado externo, com as taxas médias de juros das debentures, principal título de dívida de médio e longo prazo do mercado doméstico. Ficou evidenciado que a captação de recursos no mercado doméstico foi favorecida pela queda acentuada da diferença entre as taxas de juros das debentures e o risco país, medido pelo EMBI+ calculado pelo J.P.Morgan.

Os dados apresentados no **Gráfico 13** reforçam essa hipótese no caso de recursos captados a taxas de mercado, na forma de empréstimos bancários ou colocação de títulos de dívida. Esse gráfico apresenta a evolução das taxas de variação dos saldos de recursos

⁷ Nota CEMEC 06/2020 – Impacto da crise do COVID 19 no financiamento das empresas

captados no exterior avaliados em dólares, em períodos móveis de 12 meses desde início de 2016 até maio de 2020.

GRÁFICO 13



Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

Apesar de sua volatilidade, as taxas de variação dos saldos de empréstimos intercompanhias, realizados entre matriz e filial, não sugerem a existência de correlação significativa com o diferencial de taxas de juros mencionado, pelo menos até o início de 2020, evidenciando queda acentuada somente nos últimos meses. Até esse período, os saldos apresentam taxas de variação predominantemente positivas em todo o período e ainda mais elevadas em 2018 e 2019, quando a queda de taxas domésticas muda o diferencial de taxas em favor da captação em moeda doméstica.

Os saldos de dívida registrada e de “*bonds e notes*”, revelam o resultado de negociação em mercado de empréstimos entre as empresas e os bancos internacionais e as condições de colocação de títulos de dívida corporativa no mercado internacional. Nesse caso,

existem indicações de que a variação desses saldos é sensível ao diferencial da taxa de juros.

2.4 Mudanças da composição do exigível financeiro

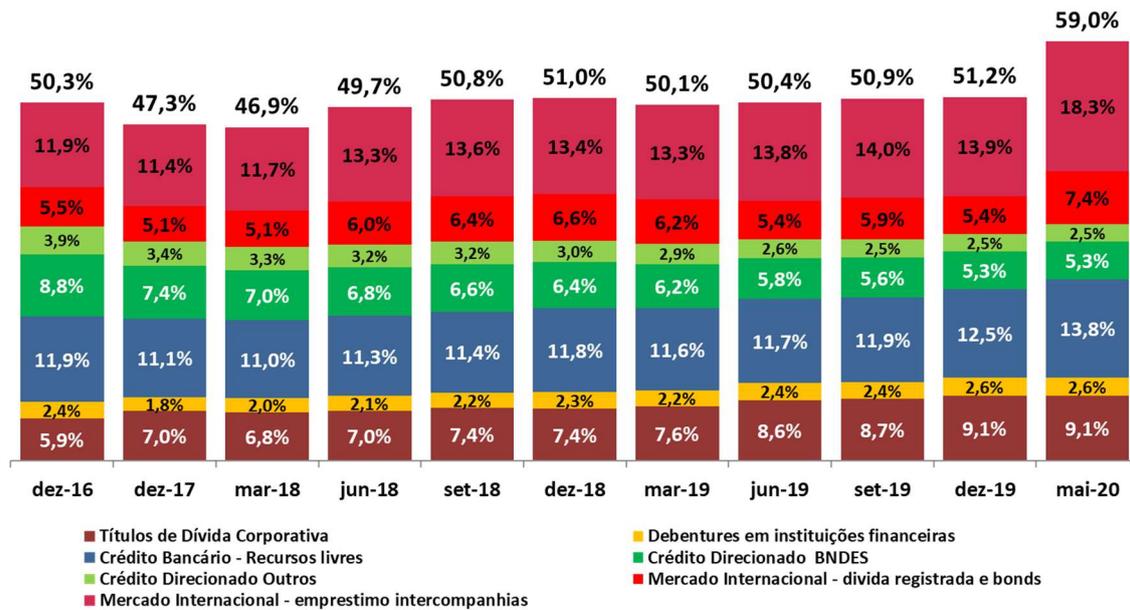
Em maio de 2020, o saldo de dívida financeira todas as empresas brasileiras em relação ao PIB atinge 59% , com um salto de 7,8p.p. em relação a dezembro de 2019, como se vê no **Gráfico 14** . Trata-se do maior coeficiente de dívida das empresas não financeiras brasileiras em relação ao PIB desde 2000, quando seu valor era 34,90% do PIB, ano inicial da série calculada pelo CEMEC. .

. Entretanto apenas uma pequena parte desse salto, da ordem de 1,4p.p., traduz um reforço do caixa dessas empresas. Mais de 80% do aumento, ou seja, 6,4p.p. do PIB, reflete exclusivamente elevação do valor da dívida externa em reais, dado o aumento da taxa de câmbio de conversão dessa dívida. Como se mostra mais adiante, o saldo da dívida em moeda estrangeira até cai 1,6% entre dezembro de 2019 e maio de 2020.

O saldo de operações de dívida no mercado doméstico se eleva em apenas 1,4 p.p., do PIB nesse período, resultado esse devido integralmente ao aumento do saldo de crédito de recursos livres, de vez que o saldo das demais fontes manteve exatamente sua participação de dezembro de 2019.

GRÁFICO 14

Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras % do PIB

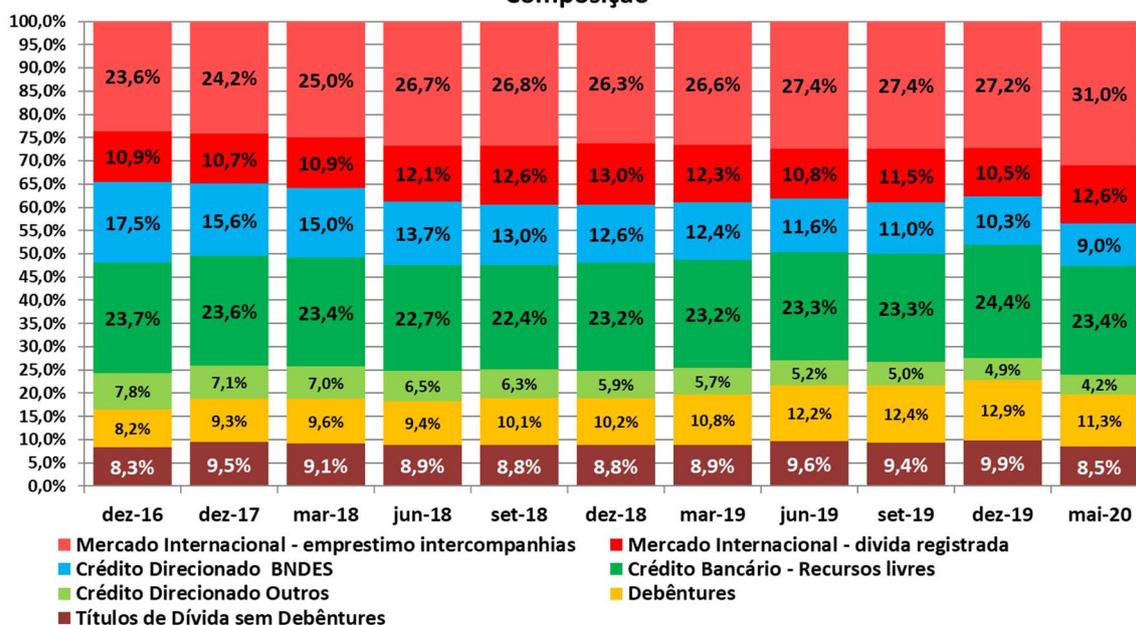


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

A evolução da composição porcentual do exigível financeiro apresentada no **Gráfico 15** facilita a visualização das mudanças no padrão de financiamento das empresas brasileiras nos últimos anos e especialmente em 2020.

GRÁFICO 15

Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras Composição



Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

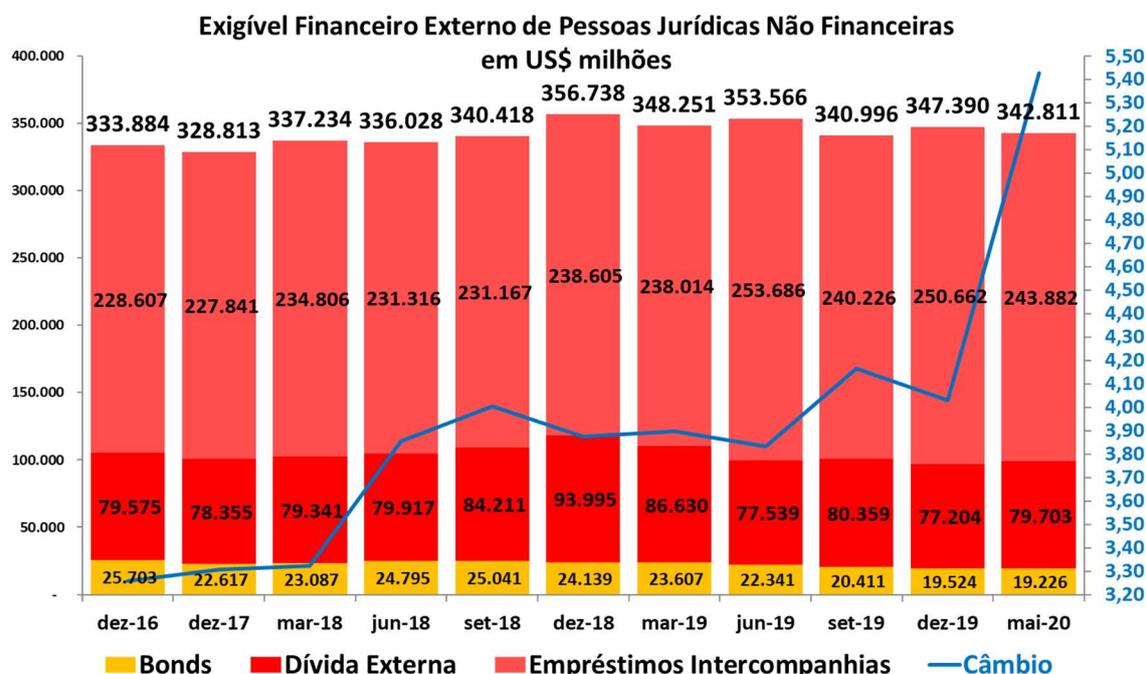
Podem ser destacadas as seguintes observações:

a) Recursos externos

A participação do saldo de recursos captados no mercado internacional no exigível financeiro das empresas brasileiras aumenta 5,9p.p., de 37,7% para 43,6% entre dezembro de 2019 e maio de 2020, crescimento esse concentrado na participação dos empréstimos internacionais, sendo 3,8p.p. nos empréstimos inter companhias e 2,1p.p. nas operações de crédito bancário e títulos de dívida.

Todo esse crescimento da participação do saldo de recursos externos em reais, deve ser atribuída à elevação da taxa de câmbio, não representando, portanto, entrada adicional de recursos, mas apenas aumento do valor da dívida externa convertida em moeda nacional. Como se observa no **Gráfico 16** o saldo de dívida externa total das empresas brasileiras em dólares cai 1,6% entre dezembro de 2019 e maio de 2020, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio se eleva em cerca de 33% nesse período.

GRÁFICO 16



Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

b. Recursos do mercado doméstico

Apesar do aumento do crédito bancário de recursos livres, a participação do saldo de recursos de dívida captados no mercado doméstico cai de 62,3% em dezembro de 2019 para 56,4% em maio de 2020. Todas as fontes de recursos do mercado doméstico perderam participação na dívida financeira das empresas brasileiras nesse período, em função do impacto da desvalorização cambial nas operações de dívida no mercado internacional.

3. ALOCAÇÃO DE RECURSOS PELO MERCADO

3.1 CRÉDITO DIRECIONADO E CRÉDITO DE RECURSOS LIVRES

A **Tabela 01** evidencia a intensidade da mudança ocorrida no mercado de crédito bancário entre 2016 e 2020. A participação do saldo de crédito direcionado que representava mais da metade do crédito total em 2016, caiu para 36,1% em maio de 2020.

TABELA 01
COMPOSIÇÃO PORCENTUAL DO CRÉDITO DOMÉSTICO
RECURSOS DIRECIONADOS E RECURSOS LIVRES

CRÉDITO	12/2016	05/2020	VARIAÇÃO p.p.
Direcionado	51,6%	36,1%	-15,5 p.p.
Recursos livres	48,4%	63,9%	+15,5 p.p.
Soma	100,0%	100,0%	----

Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

3.2 CRÉDITO BANCÁRIO, MERCADO DE CAPITAIS E RECURSOS ALOCADOS PELO MERCADO

Um dos efeitos da redução de oferta de crédito direcionado e do aumento de recursos captados no mercado de dívida corporativa tem sido o aumento da parcela de recursos financeiros alocados em condições de mercado. Na **Tabela 02** verifica-se que a parcela

de recursos alocados pelo mercado, somando o saldo de crédito de recursos livres com o saldo de títulos de dívida corporativa, atinge mais de $\frac{3}{4}$ dos recursos, com 76,6% da dívida total no mercado doméstico em maio de 2020, parcela essa que era de 61,4% em 2016.⁸

TABELA 02
PARCELA DE RECURSOS DE DÍVIDA ALOCADOS PELO MERCADO

FONTE DE RECURSOS	12/2016	05/2020	VARIAÇÃO p.p.
1. Crédito direcionado	38,60%	23,42%	-15,18 p.p.
2. Crédito recursos livres	36,13%	41,40%	5,26%
3. Títulos de dívida corporativa	25,27%	35,19%	9,92%
Alocados pelo mercado (2+3)	61,40%	76,58%	+15,18 p.p.
Soma	100,0%	100,0%	

Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

⁸ É importante agora a realização de estudos visando dimensionar os esperados ganhos de eficiência alocativa de recursos resultantes do aumento da participação do mercado nesse processo.

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antonio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli

Dúvidas e Comentários:

cemec@fipe.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 FIPE. 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 agosto de 2020