



NOTA CEMEC FIPE 10/2022

PROJEÇÕES INDICAM REDUÇÃO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS EM 2023

OUTUBRO DE 2022

ÍNDICE

1. SUMÁRIO	1
2. GRANDES VARIAÇÕES DO CUSTO DE CAPITAL DAS EMPRESAS	3
3. EMPRESAS MUDAM PARTICIPAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO PARA REDUZIR CUSTOS DE CAPITAL	8
4. EVOLUÇÃO RECENTE E PROJEÇÕES DOS CUSTOS DE FINANCIAMENTO	11
4.1 Cenário macro de referência	11
4.2 Projeções do custo de financiamento das empresas	13
5. CONCLUSÕES	18

1. SUMÁRIO

Desde 2016 a gestão financeira das empresas tem se defrontado com grandes desafios, representados pelos impactos da pandemia e da Guerra da Ucrânia sobre a receita de vendas, irregularidade do suprimento de insumos, choques de preços e forte variação das taxas de juros. Além da incerteza das projeções do fluxo de caixa, a tarefa de financiar as atividades e os investimentos, preservar a liquidez e solvência e reduzir os custos de capital da empresa adquire grande complexidade e requer o acompanhamento das condições correntes de financiamento e principalmente das expectativas de sua evolução no futuro. O objetivo desta Nota CEMEC Fipe é apresentar um breve retrospecto da evolução recente dos custos de capital, dos ajustes realizados pelas empresas na composição de suas fontes de financiamento e principalmente apresentar projeções dos custos de financiamento das empresas para 2023.

A análise da evolução dos custos de dívida e de capital próprio das empresas a partir de 2019 e até setembro de 2022 indicam grandes variações, em linha com os ciclos de política monetária. O deslocamento do nível, inclinação e curvatura das curvas de juros nesse período mostra a magnitude das mudanças, evoluindo desde uma curva crescente para curvas de inclinação invertida, refletindo a adoção de política monetária restritiva desde meados de 2021.

Nesse contexto a gestão financeira das empresas adquire grande complexidade, visando otimizar suas condições de financiamento de modo a reduzir o custo de capital e gerar valor para empresa. As decisões de financiamento demandam respostas a algumas perguntas que vão exigir também projeções das taxas de juros de cada fonte de recursos. Quais fontes de recursos são as melhores em termos de taxas de juros e prazos de amortização? Crédito bancário, dívida corporativa ou recursos externos? Agora ou nos próximos meses? O que é melhor? Fazer operações de curto prazo para depois alongar ou exatamente o contrário? Antecipar resgate ou alongar prazos?

Mudanças significativas de participação de cada fonte de recursos na captação líquida das empresas revela grande agilidade da sua gestão financeira, no sentido de equacionar o financiamento do fluxo de caixa e minimizar o custo de capital. Verifica-se que em

resposta às mudanças das taxas de juros de crédito bancário, taxas de títulos de dívida do mercado de capitais e do custo de capital próprio, as empresas mudam composição de seu financiamento de modo a se ajustar às condições de mercado e às expectativas.

As projeções do custo de financiamento das empresas desenvolvidas pelo CEMEC Fipe têm o propósito de oferecer aos executivos de finanças indicadores e análises da evolução recente e projeções das curvas de juros, custos e condições de captação de recursos, baseados num cenário macroeconômico de mercado. Não obstante o elevado grau de incerteza de qualquer projeção para 2023, agravado pela ausência de definição da política fiscal do novo Governo, as últimas projeções de mercado, reveladas principalmente na pesquisa FOCUS do BCB, não incorporam ainda o aumento de gastos da PEC da transição.

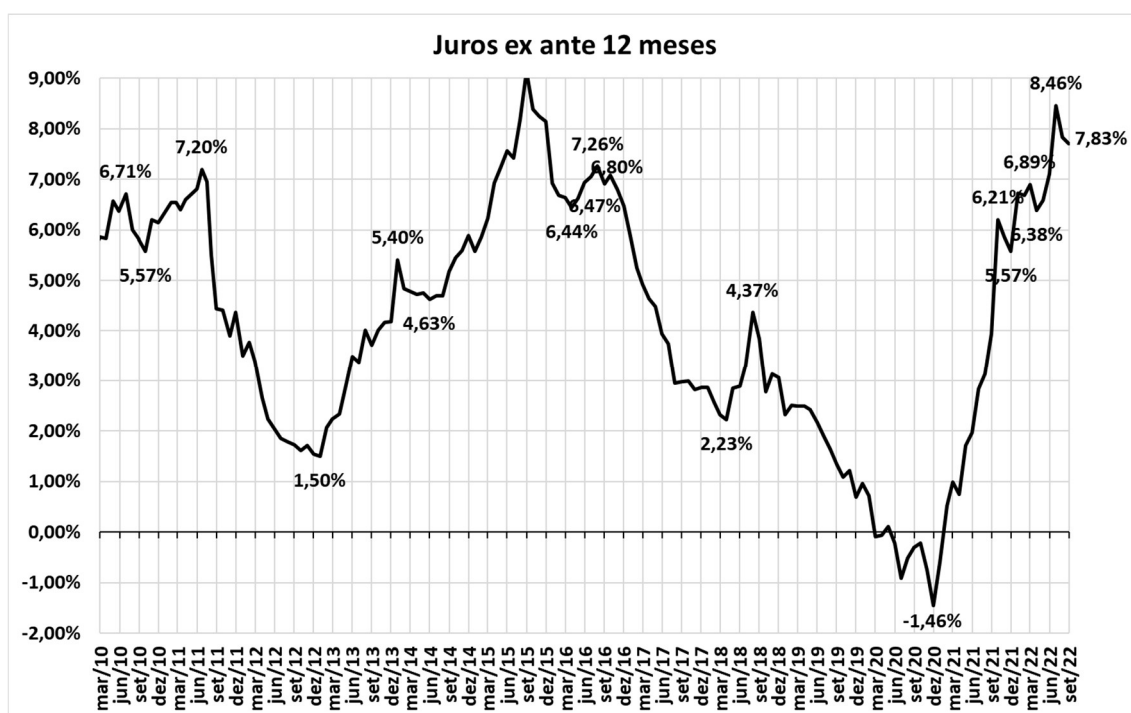
Nesse cenário, as projeções das curvas de juros e custos de financiamento das empresas para os próximos meses e até setembro de 202, nas operações de crédito e de dívida no mercado de capitais, indicam tendência de queda das taxas de juros, em linha com déficit primário moderado e expectativas de queda da taxa de inflação e da taxa SELIC. Entretanto, com a perspectiva de continuidade de elevação das taxas de juros internacionais, lideradas pelas taxas de juros nos EUA, as projeções indicam aumento do custo de financiamento com recursos externos.

2. GRANDES VARIAÇÕES DO CUSTO DE CAPITAL DAS EMPRESAS

Pelo menos desde 2016, os custos de capital das empresas brasileiras têm apresentado fortes variações, refletindo a alta volatilidade macroeconômica e ciclos de política monetária, seja para mitigar os efeitos recessivos da pandemia em 2020, seja para conter a aceleração inflacionaria a partir de março de 2021.

O **Gráfico 01**, mostra a evolução da taxa prefixada de 360 dias *ex-ante*, deflacionada pela expectativa de inflação do IPCA de 12 meses adiante, da pesquisa FOCUS do BCB.

GRÁFICO 01



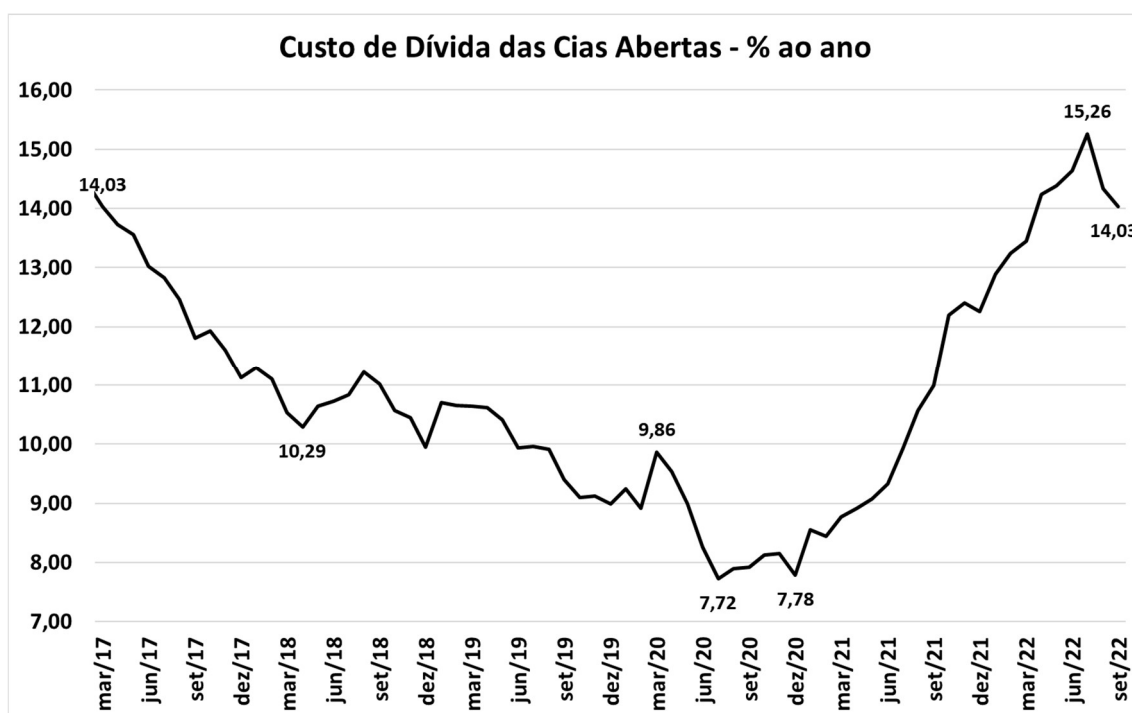
Fonte: ANBIMA, Pesquisa FOCUS do BCB – Elaboração CEMEC Fipe

A queda da taxa real de juros, interrompida brevemente em meados de 2018, retomou sua tendência negativa até atingir valores negativos em fins de 2020, como resultado da forte redução das taxas SELIC e das ações emergenciais do BCB visando mitigar os impactos recessivos da pandemia da COVID 19. A partir de março de 2021, como resultado da recuperação da demanda e do comprometimento das cadeias de oferta, a política

monetária é acionada para conter a aceleração inflacionária, agravada no início de 2022 com os efeitos da guerra da Ucrânia.

A evolução das taxas de juros de todas as fontes de financiamento das empresas acompanha esses movimentos, refletindo também os efeitos da desvalorização cambial após 2020 e, mais recentemente, do aumento das taxas de juros internacionais. O **Gráfico 02** apresenta um indicador do aumento do custo de financiamento das empresas abertas, calculado na forma de média ponderada das taxas de juros das várias fontes de recursos, onde os pesos refletem a porcentagem de cada fonte no exigível financeiro dessas empresas. Desde março de 2017 até junho de 2020 o custo de dívida cai quase à metade, de 14,03% a.a. para 7,72%a.a., para retornar em setembro de 2022 ao mesmo nível do início desse período, acompanhando a taxa SELIC, aumento das taxas de internacionais de juros e a desvalorização cambial.

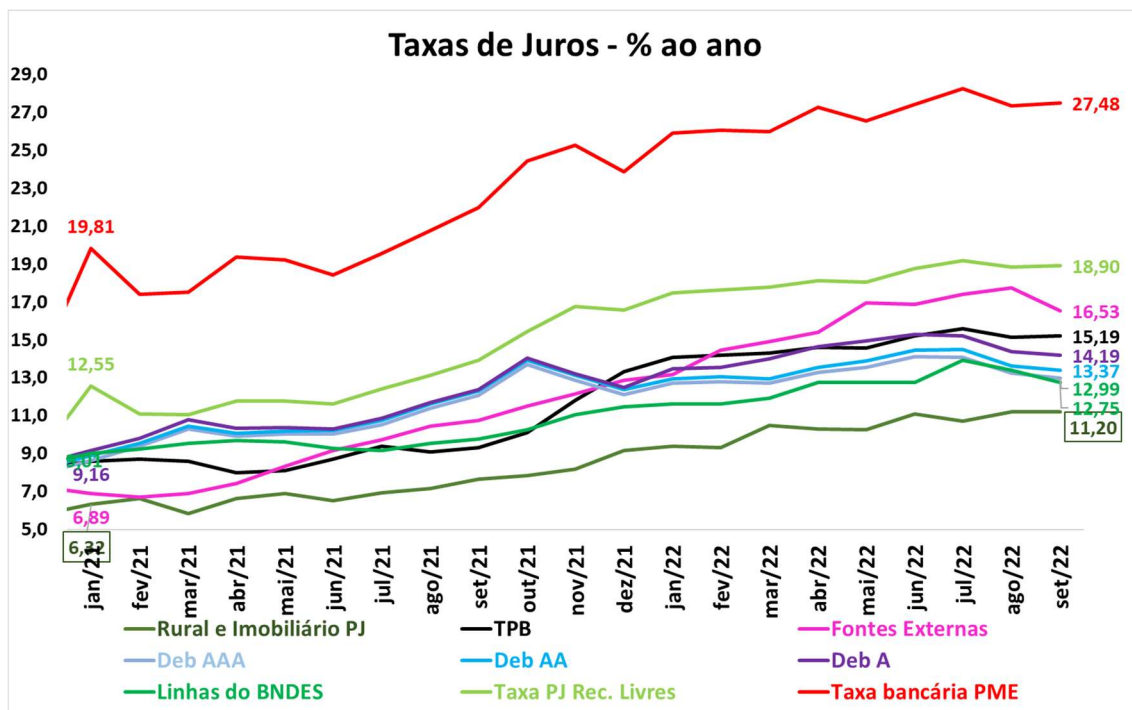
GRÁFICO 02



Fonte: Valor Pro – Elaboração CEMEC Fipe

O **Gráfico 03** apresenta a evolução das taxas médias mensais de juros ao ano, calculadas por fonte de recursos no período de janeiro de 2021 a setembro de 2022.

GRÁFICO 03



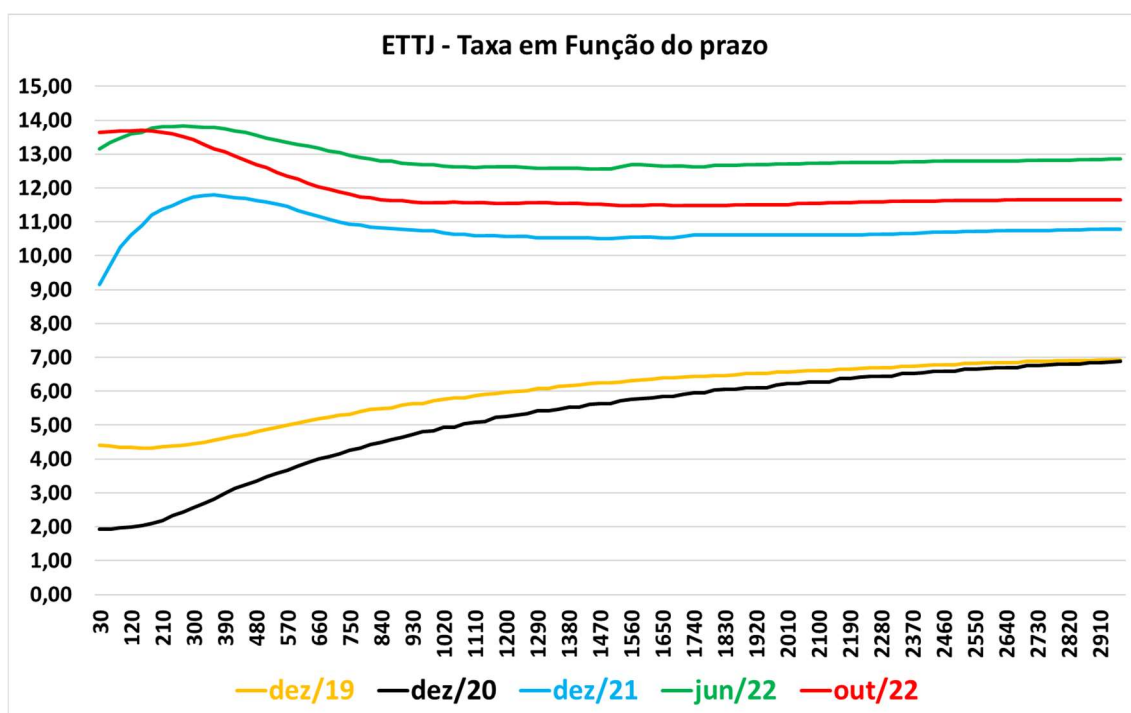
Fonte: BCB, ANBIMA e CEMEC Fipe – Elaboração CEMEC Fipe

Verifica-se que apesar da ocorrência de movimentos semelhantes das taxas de juros de todas as fontes de recursos ao longo dos ciclos de queda e elevação, as taxas mensais apresentam também diferenças significativas entre as fontes.

Não obstante essas operações de financiamento no mercado doméstico tenham características diferentes em relação a prazos médios de resgate, indexadores e garantias, suas taxas médias de juros acompanham de perto a evolução das curvas de juros entre dezembro de 2019 e outubro de 2022, como se vê no **Gráfico 04**. A curva de dezembro de 2020 reflete basicamente a queda das taxas curtas em relação a dezembro de 2019, induzidas pela redução da SELIC. Em dezembro de 2021, o deslocamento do nível da curva revela a elevação das taxas de juros de todos os prazos, e as taxas mais curtas

incorporam a expectativa de continuidade do ciclo restritivo da política monetária, ciclo esse que se inverte na curva de outubro de 2022, com a expectativa de queda das taxas SLIC em meados de 2023.

GRÁFICO 04

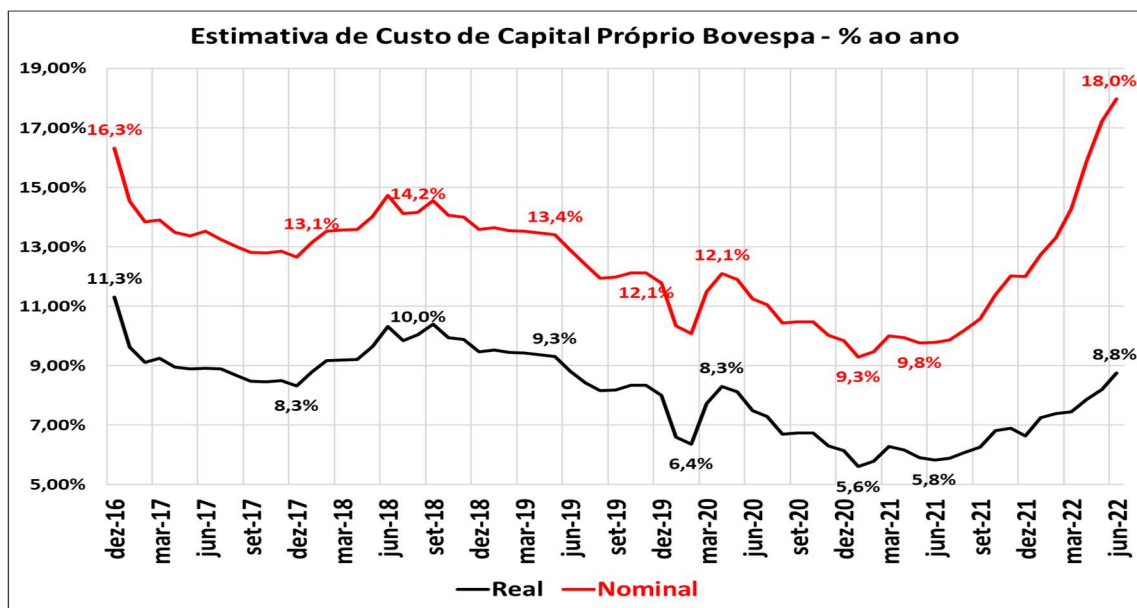


Fonte: B3 – Elaboração: CEMEC Fipe

Muito embora outros fatores também condicionem sua evolução, movimento semelhante é observado nas variações do custo de capital próprio. O **Gráfico 05** mostra que apesar de suas flutuações, o custo de capital próprio apresenta tendência de queda desde 2016 até fins de 2020, quando atinge 5,6%a.a., a menor taxa real do período. Daí por diante a

taxa tem rápida elevação até 8,8% em junho de 2022¹, nível ainda inferior à taxa de 11,3%a.a. de fins de 2016.

GRÁFICO 05



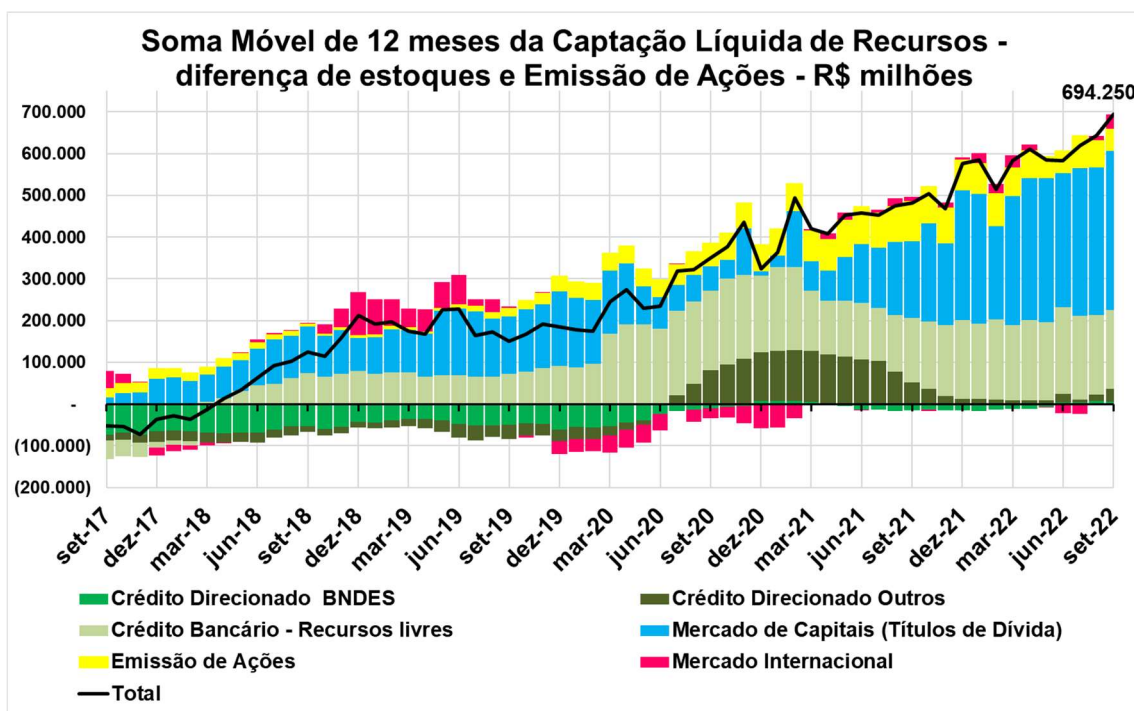
Fonte: B3, BCB, Valor Pro, IPEADATA – Elaboração CEMEC Fipe

¹ O último dado disponível de alavancagem das empresas abertas para o cálculo do custo de capital próprio é do segundo trimestre de 2022

3. EMPRESAS MUDAM PARTICIPAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO PARA REDUZIR CUSTOS DE CAPITAL

A evolução da participação das várias fontes na captação líquida de recursos de financiamento utilizadas pelas empresas no período de 2017 a 2022 mostra os ajustes realizados em resposta às mudanças das condições de mercado e das expectativas de seus movimentos no futuro. A evolução da composição da captação líquida de recursos por fontes de todas as empresas brasileiras é apresentada no **Gráfico 06**. Os valores em R\$ milhões correspondem às somas móveis em 12 meses das diferenças de saldos de cada fonte de dívida, e no caso de ações representam o valor das emissões primárias.

GRÁFICO 06



Fonte: ANBIMA, B3, BCB Elaboração CEMEC Fipe

A mera observação das mudanças de composição por fontes de recursos ocorridas no período analisado permite identificar as direções de seu ajustamento no sentido de reduzir o custo de capital:

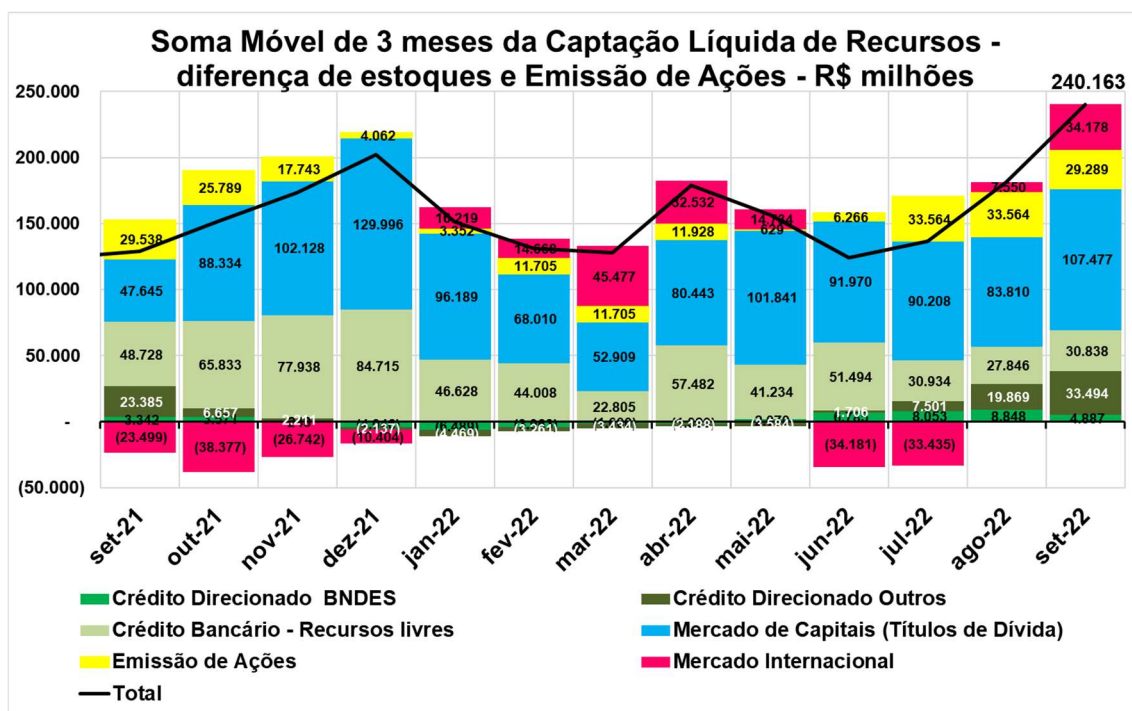
- a. Fica evidenciado o significativo aumento da participação do crédito bancário de recursos livres e de crédito “direcionado outros” em 2020 e parte de 2021, induzido pelo aumento da oferta e redução dos custos do crédito bancário, como resultado de medidas emergenciais adotadas pelo BCB em março de 2020, acompanhadas da ativação de linhas especiais de apoio a pequenas e médias empresa;
- b. O volume de recursos captados no mercado de dívida corporativa (em azul), apresenta tendência de crescimento em todo o período, iniciada com o encerramento do forte ciclo de aumento da oferta de crédito fornecido a taxas subsidiadas pelo BNDES, a criação da TLP e a mudança de posicionamento do banco oficial, tendencia essa interrompida apenas em 2020, com o aumento do crédito bancário;
- c. A emissão primária de ações (em amarelo) tem crescimento acentuado a partir de 2020, como resultado da queda do custo de capital próprio para as empresas e migração do investidor da renda fixa para renda variável face à queda da taxa de juros.

Na realidade, as empresas ajustam a composição da captação de liquida de dívida por fontes de recursos com agilidade, buscando obter as melhores condições em cada momento, levando em conta também as expectativas futuras e as defasagens associadas ao tempo necessário, por exemplo, para organizar um lançamento de debentures ou uma emissão de *bonds* no mercado internacional.

O **Gráfico 07**, mostra a mudança de composição da captação líquida de dívida por fontes e de ações em períodos trimestrais móveis no período de setembro de 2021 a setembro de 2022.

GRÁFICO 07

Participação porcentual cada fonte na captação líquida de recursos



Fonte: ANBIMA, B3, BCB Elaboração CEMEC Fipe

A participação de algumas fontes, como é o caso de títulos de dívida no mercado de capitais (em azul) e crédito bancário de recursos livres (em verde claro), apesar de grandes flutuações, apresentam em conjunto um peso dominante em todos os trimestres, acompanhada também de mudanças da parcela de cada uma. Outras fontes, como é o caso de recursos externos, na forma de dívida registrada, títulos de dívida no mercado internacional e de empréstimos intercompanhias tem grande volatilidade e participação de algum significado apenas em alguns períodos, refletindo provavelmente condições pontuais favoráveis de mercado.

4. EVOLUÇÃO RECENTE E PROJEÇÕES DOS CUSTOS DE FINANCIAMENTO

É importante registrar que a gestão do financiamento das empresas é muito mais complexa que a simples seleção de operações de financiamento de várias fontes para obter a composição de menor custo. As operações e instrumentos de financiamento diferem em termos de condições contratuais, prazos de resgate, garantias e indexadores, regulamentos e prazos de execução, além de responderem de modo diverso ao cenário macroeconômico.

As decisões de financiamento demandam respostas a algumas perguntas que vão exigir também projeções das taxas de juros de cada fonte de recursos. Quais fontes de recursos são as melhores em termos de taxas de juros e prazos de amortização? Crédito bancário, dívida corporativa ou recursos externos? Agora ou nos próximos meses? O que é melhor? Fazer operações de curto prazo para depois alongar ou exatamente o contrário? Antecipar resgate ou alongar prazos?

A utilização de projeções de taxas de juros de vários instrumentos de financiamento ancoradas em cenários macroeconômicos de mercado, certamente constituem elementos básicos para a tomada dessas decisões.

4.1 Cenário macro de referência

O cenário macroeconômico de referência do CEMEC Fipe contém projeções das principais variáveis econômicas e financeiras formuladas a partir de cenários de mercado divulgados por entidades nacionais e estrangeiras, que são utilizadas nos modelos de projeção das curvas de juros e dos custos de financiamento das empresas.

Desse modo, a projeções do custo de financiamento das empresas são obtidas com a utilização de modelos econométricos de curvas de juros, taxas de juros de crédito bancário, taxas de juros de debentures e de recursos externos onde comparecem as projeções das referidas variáveis macroeconômicas. Por exemplo, entre outras variáveis da economia mundial, comparecem nesses modelos as projeções de preços de commodities, inflação, taxas de juros e crescimento das principais economias, divulgadas

por entidades estrangeiras². Além da pesquisa FOCUS do BCB, as projeções dessas variáveis para a economia brasileira utilizam também projeções de outras fontes públicas e privadas³ além de projeções próprias do CEMEC Fipe.

É importante registrar que nas atuais circunstâncias o nível de incerteza de qualquer projeção é extremamente elevado. Na pesquisa FOCUS do BCB de 11/11/2022, a expectativa de queda dos preços de commodities e os efeitos da política monetária restritiva, com início de reversão em meados de 2023, a projeção de déficit primário da ordem de 0,6% do PIB sustentam as projeções de queda da taxa de inflação em 2023. Entretanto, os primeiros sinais do comitê de transição sugerem a exclusão do teto de gastos de despesas adicionais da ordem de R\$ 200 bilhões para os quatro anos do novo governo, a ausência de uma proposta consistente de arcabouço fiscal visando garantir a solvência de longo prazo da dívida, elementos que tem mantido elevado grau de incerteza e alta volatilidade nos mercados de juros e de câmbio.

Desse modo, as projeções de inflação e taxas de juros da pesquisa FOCUS estão alinhadas às projeções de resultados fiscais que não incorporam ainda o aumento de despesas que está sendo negociado para ser incluído na PEC de transição. Dependendo da magnitude do valor a ser seja incorporado nas projeções de resultado fiscal e dívida pública de 2023 e dos próximos anos, e da qualidade do arcabouço fiscal que vier a ser aprovado, as projeções de inflação e taxas SELIC poderão ser objeto de revisões significativas.

A **Tabela 01** resume as projeções de algumas variáveis macroeconômicas do cenário de referência CEMEC Fipe, utilizadas nos modelos econométricos de projeção dos custos de financiamento.

² Por exemplo, IMF, WORLD BANK, OECD, BCE, BLS, FED

³ Por exemplo, BCB, COPOM, IPEA, ANBIMA, Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Santander, entidades setoriais

TABELA 01

Cenário macroeconômico de referência CEMEC Fipe⁴

Variável	set/22	set/23
Selic (1)	13,75	12,25%
IPCA 12 meses (1)	7,17%	5,07%
CDS 5 anos final do mês (2)	306,6	270,6
TBond 10 - média no mês (3)	3,52%	4,38%
PIB acumulado 12 meses (1)	2,36%	1,43%
USD final do mês (2)	5,41	5,30

Fontes: (1) Pesquisa FOCUS; (2) ANBIMA; (3) FMI - Elaboração CEMEC Fipe

4.2 Projeções do custo de financiamento das empresas

As projeções do custo de financiamento das empresas obtidas com a implementação dos modelos econométricos desenvolvidos pelo CEMEC Fipe tem início com a projeção da estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ) para quatro datas futuras: 30 dezembro de 2022 e três datas no ano de 2023: 31 de março, 30 de junho e 30 de setembro.

A estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ) constitui a base de formação das taxas de juros de todas as fontes de financiamento das empresas no mercado doméstico, desde o custo de captação de recursos dos bancos, que condicionam as taxas de juros de todas as modalidades de crédito bancário, até as taxas de juros dos títulos de dívida corporativa colocados e negociados no mercado de capitais.

Por exemplo, o **Gráfico 08** apresenta a projeção das taxas de juros das debentures de rating AAA, obtidas com a adição às curvas de juros projetadas das projeções do prêmio

⁴ Fontes: (1) BCB Pesquisa FOCUS de 11/11/2022; (2) ANBIMA Cenário Macro de 25/10/2022; FMI World Economic Outlook 11/10/2022

de risco de crédito (*spread*). No gráfico é também apresentado o intervalo de projeção de um desvio padrão de cada lado da projeção.

GRÁFICO 08



Fonte: BCB, ANBIMA e CEMEC Fipe – Projeções CEMEC Fipe

A tendência de queda das taxas de juros projetadas reflete o efeito líquido das variáveis macroeconômicas incluídas no modelo econométrico e especialmente as expectativas de queda da taxa de inflação e das taxas SELIC.

As projeções das taxas médias das operações de crédito bancário apresentam tendência semelhante, como se vê, por exemplo, nas projeções das taxas médias de juros das operações de financiamento de capital de giro, apresentadas no **Gráfico 09**. A partir da taxa média de juros observada em setembro de 2022 de 23,11%, as taxas de juros projetadas se apresentam em queda até atingir 18,17%a.a. em setembro de 2023, com um intervalo de variação entre 17,08%a.a. e 19,25%a.a.

GRÁFICO 09



Fonte: BCB – Projeções CEMEC Fipe

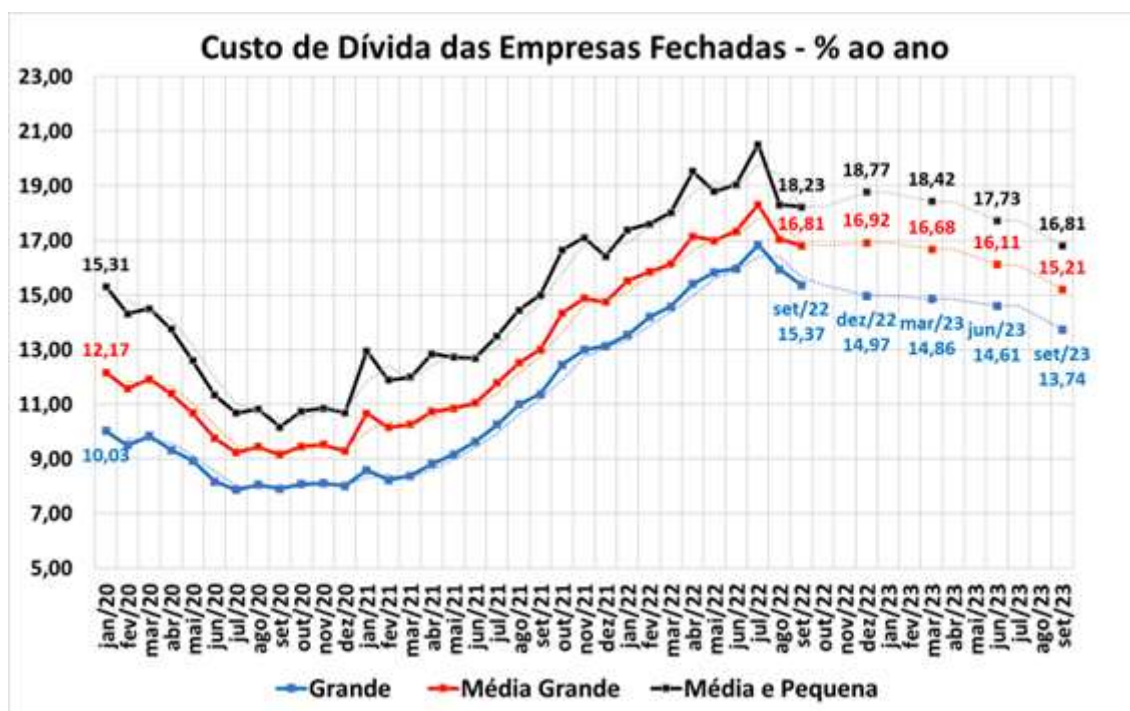
No mercado doméstico, as empresas utilizam várias modalidades de operações de crédito bancário dos bancos comerciais e do BNDES, emissão de títulos de dívida no mercado de capitais doméstico e operações no mercado internacional na forma de financiamentos bancários ou emissão de bonds. A participação de cada fonte de recursos na captação de recursos para o financiamento de uma empresa vai depender de sua adequação para equilibrar seu fluxo de caixa, das taxas de juros atuais e futuras e suas condições de acesso da empresa aos mercados de crédito e de capitais no Brasil e no exterior.

Empresas de capital aberto e fechado, pequenas médias e grandes, tem acesso diferenciado a essas fontes de recursos, fazendo com que a composição de seu exigível financeiro esteja associada a esses atributos e características. Tipicamente, empresas grandes de capital aberto tem acesso potencial a todas as fontes de recursos do mercado doméstico e do mercado internacional, acesso esse mais limitado no caso de empresas fechadas e de menor porte, fazendo com que a composição e o custo médio de seu exigível financeiro sejam diferentes.

O CEMEC Fipe acompanha a composição do saldo total de recursos de dívida de todas as empresas brasileiras, das empresas abertas e, por diferença, das empresas fechadas. Com esses dados e as taxas de juros de cada fonte, é possível estimar o custo médio ponderado do exigível financeiro de empresas de capital aberto, capital fechado, por classes de tamanho.

A evolução recente do custo médio ponderado de dívida das empresas fechadas, classificadas em três classes de tamanho⁵ e sua projeção para 2023 são apresentadas no Gráfico 10.

GRÁFICO 10



Fonte: BCB, ValorPro, Anbima, B3 e CEMEC Fipe – Projeções CEMEC Fipe

É interessante registrar a existência de considerável diferença de custo médio ponderado de dívida entre empresas abertas e fechadas, grandes e pequenas⁶. Por exemplo, em

⁵ Empresas médias e pequenas até R\$ 90 milhões de receita anual de vendas; média grandes mais de R\$ 90 milhões e menos de R\$ 300 milhões; empresas grandes com R\$ 300 ou mais.

⁶ Evolução recente e projeção do custo médio ponderado de dívida das empresas abertas e outros indicadores estão disponíveis no site do CEMEC Fipe - www.cemecfipe.org.br

setembro de 2022, estima-se que o custo médio de empresas abertas grandes é de 14,62%a.a, cerca de 361b.p. inferior aos 18,23% de empresas fechadas médias e pequenas. Na projeção feita para setembro de 2023, as taxas de juros são respectivamente de 12,27% e 14,81%.

5. CONCLUSÕES

A composição da captação líquida de recursos por fonte de financiamento das empresas brasileiras nos últimos anos, em que as taxas reais de juros tem apresentado grandes flutuações, mostra mudanças significativas da composição de suas fontes de recursos, visando reduzir seu custo de capital. No caso de recursos de dívida, uma evidência convincente, é a forte redução de captação de recursos no mercado de dívida corporativa, que representava mais de 70% em 2019 e a concentração em recursos de crédito bancário em 2020, que saltou para mais de 85%.

As decisões de financiamento demandam respostas a algumas perguntas que vão exigir também projeções das taxas de juros de cada fonte de recursos. As projeções do CEMEC Fipe do custo de financiamento das empresas para 2023 utilizam as projeções das principais variáveis macroeconômicas divulgadas pela pesquisa FOCUS do BCB e por outras entidades nacionais e internacionais qualificadas. Nas atuais circunstâncias essas projeções carregam elevado nível de incerteza reforçado pela ausência de definição da política fiscal do futuro governo. As projeções de inflação e taxas de juros utilizadas nessas projeções reproduzem basicamente o cenário da pesquisa FOCUS do BCB, cujas projeções de resultados fiscais ainda não incorporam o aumento de despesas que está sendo negociado para ser definido na PEC de transição.

Com esse cenário macro, os modelos econométricos de projeção do CEMEC Fipe sinalizam queda considerável das taxas de juros de crédito bancário e de emissões de dívida corporativa em 2023. Esses resultados são obtidos a partir das projeções da estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) e refletem basicamente as expectativas de queda dos preços das commodities e das taxas de inflação, a redução da taxa SELIC e a elevação das taxas de juros dos EUA. Nas projeções para setembro de 2023, as taxas de financiamento das empresas têm queda mais acentuada que a expectativa de redução de 150 b.p., da taxa de Selic, de 13,75% para 12,25% a.a. Por exemplo, a projeção da taxa média de juros das operações de financiamento de capital de giro em setembro de 2023 é de 18,17%a.a., com queda de 494 b.p. em relação à taxa de 23,11%a.a. observada em setembro de 2022. Por sua vez, a projeção da taxa de juros das debentures de 5 anos de

rating AAA é de 10,68%a.a., com queda de 223b.p. em relação à taxa de 12,91% de setembro de 2022.

EQUIPE TÉCNICA

Coordenador: Carlos Antonio Rocca

Economista sênior: Lauro Modesto Santos Jr.

Consultor: José Monteiro Varanda Neto

Analistas:

Fernando M. Fumagalli

Marly Paes

Estagiários:

Guilherme Casaca Valdivia

Luccas Garcia

Dúvidas e Comentários:

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 outubro de 2022.