

Nota CEMEC 06/2020

Impacto da crise do COVID 19 no financiamento das empresas

Junho 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	8
2.1 FONTES DE FINANCIAMENTO DO MERCADO DOMÉSTICO E A TAXA DE JUROS POR FONTE DE RECURSOS	14
2.2 AUMENTO DO CRÉDITO BANCÁRIO CONCENTRADO NAS EMPRESAS GRANDES	16
2.3 FONTES DE FINANCIAMENTO DO MERCADO INTERNACIONAL E O DIFERENCIAL DE JUROS	22
3. Mudanças da composição do exigível financeiro	26
4. Alocação de recursos pelo mercado	29
4.1 CRÉDITO DIRECIONADO E CRÉDITO DE RECURSOS LIVRES	29
4.2 CRÉDITO BANCÁRIO, MERCADO DE CAPITAIS E RECURSOS ALOCADOS PELO MERCADO	30

1. SUMÁRIO EXECUTIVO E CONCLUSÕES

Esta Nota retorna ao tema da Nota CEMEC 02/2020¹, com o objetivo de analisar o impacto do início da crise do COVID 19 sobre o padrão de financiamento das empresas brasileiras. É importante avaliar como essa crise interfere no processo de implementação de inovações regulatórias que tem sido liderado pelo BACEN cujos resultados devem melhorar as condições de financiamento das empresas brasileiras, e especialmente das pequenas e médias empresas.

Como já foi destacado em trabalhos anteriores, o referido processo de mudança tem sido o resultado combinado de três fatores:

- a. **Taxas de juros:** expectativa de manutenção de taxas de juros mais baixas por um período longo
- b. **Novo posicionamento do BNDES** prioridade ao financiamento infraestrutura, inovação e pequenas e médias empresas, com utilização prioritária e complementar de instrumentos do mercado de capitais.
- c. **Inovações regulatórias:** duplicata eletrônica, registro centralizado de direitos creditórios, cadastro positivo, fintechs, open banking.

Atualmente, a expectativa é a de que a implementação de algumas das referidas inovações regulatórias tenha início em fins deste ano², e seus efeitos iniciais provavelmente serão sentidos a partir do primeiro semestre de 2021. Nesta Nota são utilizados vários indicadores calculados pelo CEMEC Fipe, muitos dos quais construídos com base no Modelo de Contas Financeiras, que permite estimar a composição das fontes de recursos utilizados pelas empresas o seu financiamento³. Esses indicadores, permitem

¹ A Caminho de uma Revolução no Financiamento das Empresas Brasileiras

² Até o momento estão mantidas para novembro de 2020 a execução da primeira fase do Open Banking, do Cadastro Positivo e da Duplicata Eletrônica.

³ Trata-se de estimativas do padrão de financiamento de todas as empresas brasileiras, geradas com base no Modelo de Contas Financeiras do CEMEC Fipe, a partir de dados de várias fontes públicas e privadas e especialmente do BACEN, CVM, ANBIMA e B3. Esses dados são complementados por demonstrações financeiras consolidadas de uma amostra de empresas não financeiras. Essas estimativas não incluem aumentos de capital de empresas de capital fechado por falta de informações.

mensurar o valor da captação líquida de recursos por fonte e a composição do exigível financeiro.

1.1 Mudanças da captação líquida de recursos por fonte⁴:

- a. A análise da captação líquida total de recursos das empresas brasileiras nos 12 meses terminados em março de 2020⁵, mostra que no nível agregado as medidas emergenciais adotadas pelo BACEN permitiram aumentar seu valor para R\$ 237,8 bilhões, cerca de 29% acima dos R\$ 184,8 bilhões de 2019, de modo a atender a demanda adicional de recursos de capital de giro das empresas gerada pela abrupta queda de receita resultante das medidas restritivas adotadas para enfrentar a crise do COVID 19.
- b. Numa visão de prazo mais longo é importante lembrar que esse valor de R\$ 237,8 bilhões ainda é 35,5% inferior em termos nominais aos R\$ 362,5 bilhões líquidos captados em 2013, redução essa que combina a queda do PIB e da receita das empresas brasileiras e a redução de sua alavancagem;
- c. O aumento dos recursos líquidos captados pelas empresas no ano terminado em março de 2020 é o resultado da diferença entre a captação líquida positiva de R\$ 364,4 bilhões, somados os recursos do mercado de capitais (R\$ 192,2 bilhões) e do crédito de recursos livres (R\$ 172,2 bilhões), valores esses suficientes para cobrir e superar a saída de caixa de R\$ 126,7 bilhões, utilizados para o resgate líquido de operações de crédito direcionado (- R\$ 75,3 bilhões) e de recursos do mercado internacional (- R\$ 51,4 bilhões)
- d. Em relação a 2019, os destaques são o aumento de 88,6% da captação líquida de crédito de recursos livres, de R\$ 91,3 bilhões para R\$ 172,2 bilhões no ano terminado em março de 2020 e o crescimento de 18,2% de emissões primárias de ações, para R\$ 40,3 bilhões, este na esteira da migração de investidores

⁴ 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.

⁵ 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.

domésticos de aplicações em renda fixa para ações; a captação de recursos com títulos de dívida corporativa tem uma queda 16%, para R\$ 151,9 bilhões, que se segue ao crescimento excepcional de 123% observado em 2019.

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\$ 1.002,1 bilhões em abril de 2020, com crescimento de 11,0%, de apenas 2,1% no para as micro, pequenas e médias empresas (MPME), de R\$ 541,6 bilhões para R\$ 553 bilhões no mesmo período;
- b. Trata-se de uma diferença de desempenho que se agrava pelo menos desde 2012, quando o saldo de crédito das MPME era de R\$ 577,0, caindo 4,2% para R\$ 553 bilhões de abril de 2020, enquanto que o saldo de crédito das empresas grandes era de R\$ 564,7 bilhões em 2012 atingiu R\$ 1.002,1 bilhões em abril de 2020, com aumento de 77,5%.
- c. Esses números mostram que as linhas de crédito criadas para atender às MPME não apresentam resultado até abril de 2020; a participação das MPME no saldo total de crédito nessa data é de apenas 36%, muito inferior aos 50% de 2012; a redução do crédito das MPME nos últimos anos está correlacionada com a elevação da inadimplência a partir da recessão iniciada em 2014 e eventualmente agravada com a própria restrição da oferta de crédito bancário visando minimização de perdas; é evidente a necessidade de novas medidas⁶ para reverter esse quadro, de vez que o aumento de risco no novo ciclo recessivo pode gerar o agravamento de problemas de liquidez e solvência desse segmento de empresas.

⁶ Na data de conclusão desta Nota, o BACEN anuncia um conjunto de novas medidas com potencial de liberar até R\$ 212 bilhões para as MPME. Fonte: Valor Econômico de 24/06/2020, pg. C1

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, medidos em dólares nos últimos anos, chama a atenção a ocorrência de ciclos em que sua participação se alterna com a dos recursos tomados no mercado doméstico, em que se destaca seu crescimento em 2016, relativa estabilidade em 2017 e 2018 e acentuada queda de participação em 2019 estendendo-se até o início de 2020;
- b. Exceto no caso de empréstimos intercompanhias, existem indicações de que parcela considerável desses movimentos tem sido influenciada principalmente pelas diferenças de juros domésticos e internacionais⁷ no caso da colocação de títulos de dívida (bonds) e de operações de crédito bancário a taxas de mercado.
- c. Além de outros fatores que tem influenciado as condições e a conveniência das empresas brasileiras acessarem o mercado financeiro internacional, sinalizados também pelo fluxo de saída de investimentos estrangeiros em carteira, os números sugerem 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. Esses movimentos da captação líquida por fonte de recursos tem determinado considerável mudança da composição do exigível financeiro das empresas, onde se destaca o importante aumento da participação dos títulos da dívida corporativa, reforçado pela redução do crédito bancário doméstico e especialmente do crédito direcionado;
- b. O aumento de cerca de 60% da taxa de câmbio entre dezembro de 2016 e março de 2020 explica quase todo o aumento de 34,1% para 42,4% da participação do

⁷ 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.

saldo de recursos externos no total de dívida das empresas brasileiras, de vez que o saldo de dívida em moeda estrangeira em dólares aumenta apenas 0,8% nesse período;

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 36,2% em fevereiro 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 76,56% em fevereiro de 2020, porcentual que se compara com 61,4% em dezembro de 2016.

2. Fortes Mudanças das Fontes de Captação Líquida de Recursos das Empresas

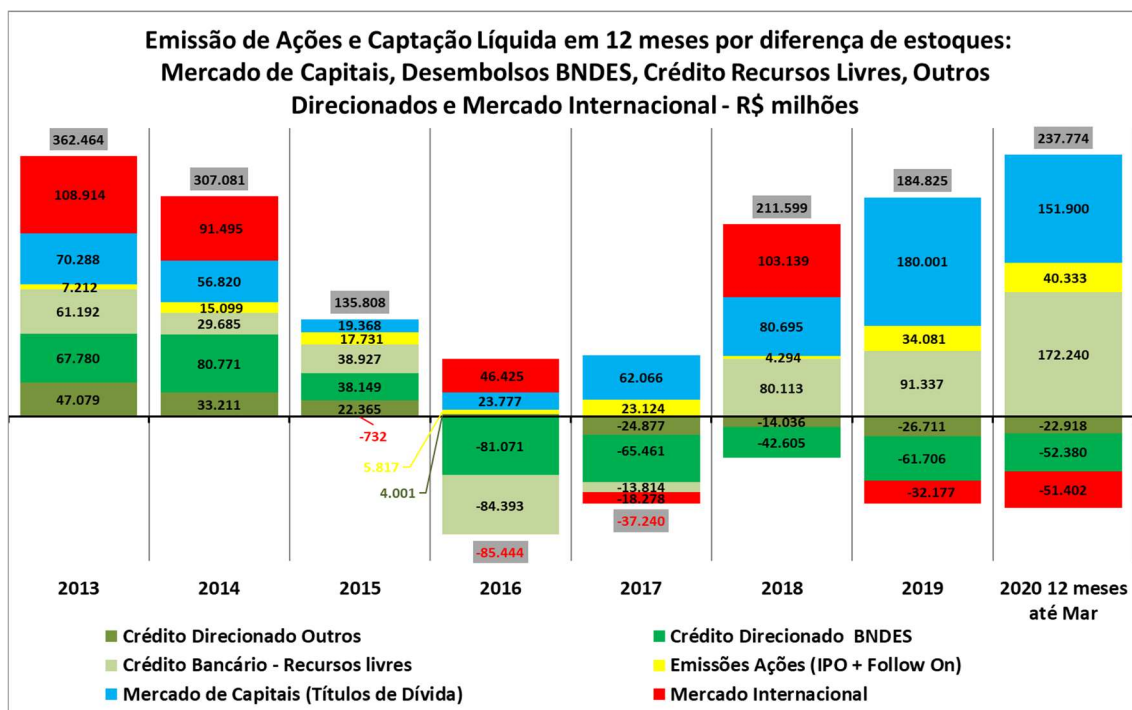
A captação líquida de recursos é uma estimativa da efetiva entrada de recursos financeiros no caixa das empresas, obtida pela diferença entre o saldo inicial e o saldo final de empréstimos e financiamentos de cada fonte de recursos em cada período anual. É o resultado líquido de captação, resgate e capitalização 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 março 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\$ 126,7 bilhões destinada ao resgate de operações de crédito direcionado (R\$ 22.918 + R\$ 52.380) e de dívida no mercado internacional (R\$ 51.402 bilhões).

- a. **Valor total da captação líquida:** O valor da captação líquida de recursos salta de R\$ 184,8 bilhões em 2019 para R\$ 237,7 bilhões no ano terminado em março de 2020, com aumento de 28,7%, não obstante a queda do PIB no primeiro trimestre. Os recursos captados em operações de crédito livre e no mercado de capitais mais

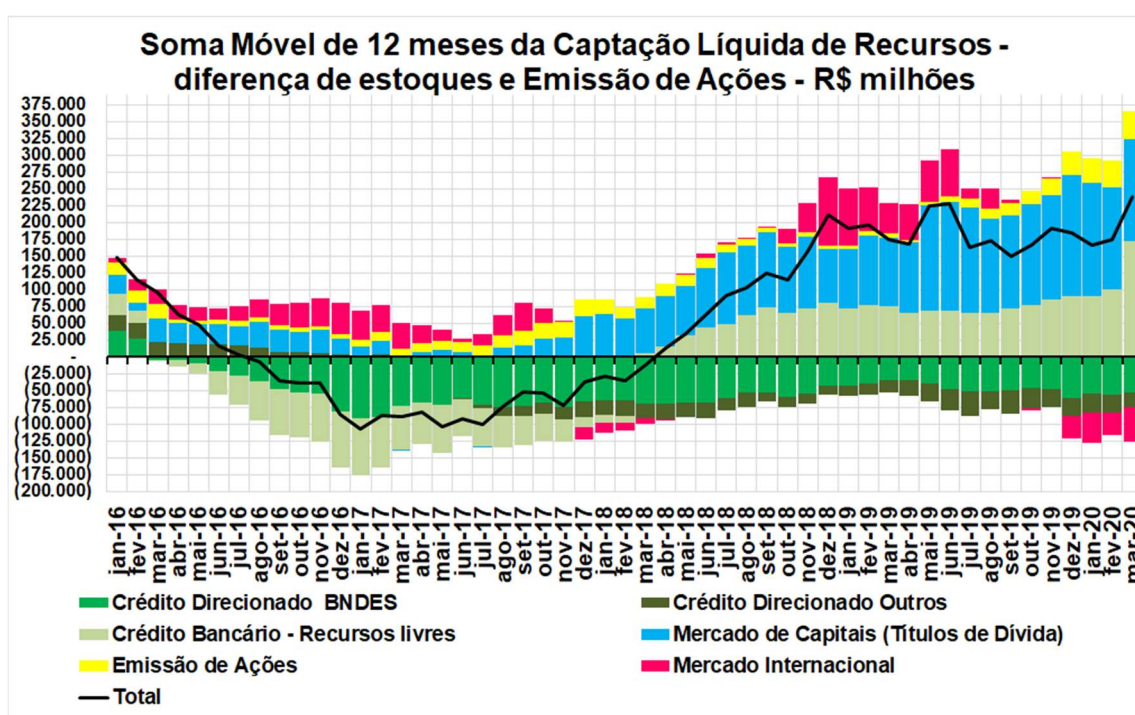
que compensam a forte saída de caixa para resgates de crédito direcionado e dívida externa das empresas;

- b. **Crédito bancário de recursos livres:** Além do aumento de recursos captados em ações (R\$ 40,3 bilhões) o principal fator que explica esse crescimento é o **salto de 88,6% do valor líquido captado de crédito de recursos livres** de R\$ 91,3 bilhões em 2019 para R\$ 172,2 bilhões no ano terminado em março de 2020;
- c. **Crédito direcionado e mercado internacional:** A variação negativa do valor da captação líquida de crédito direcionado (- R\$ 75,3 bilhões) e do mercado internacional (- R\$ 51,4 bilhões) somados, representam uma forte saída de caixa de todas as empresas não financeiras que atinge R\$ 126,7 bilhões no ano terminado em março de 2020;
- d. **Mercado de capitais:** A migração de investidores domésticos de aplicações em renda fixa para ações abriu espaço para o aumento de 18,2% de emissões primárias no ano terminado em março de 2020 em relação a 2019, atingindo R\$ 40,3 bilhões; ao mesmo tempo, ocorre uma queda 16% do valor captado no mercado de dívida, para R\$ 151,9 bilhões, que se segue ao crescimento excepcional de 123% observado em 2019 sobre 2018.

O **Gráfico 02** permite acompanhar a soma móvel 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. Essa fonte de recursos 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 a partir de dezembro de 2019. O salto de captação líquida de recursos captados no mercado doméstico nos últimos períodos, com destaque para o crédito de recursos livres e emissões de ações, mais que compensa o resgate líquido de operações de crédito direcionado e de dívida externa.

É notável a reversão observada no papel representado pelos recursos líquidos captados no mercado internacional. No período de fins de 2018 até meados de 2019 a entrada desses recursos contribuía com parcela significativa do financiamento das empresas, para transformar-se em importante fluxo de saída de caixa a partir do período de 12 meses terminados em dezembro de 2019.

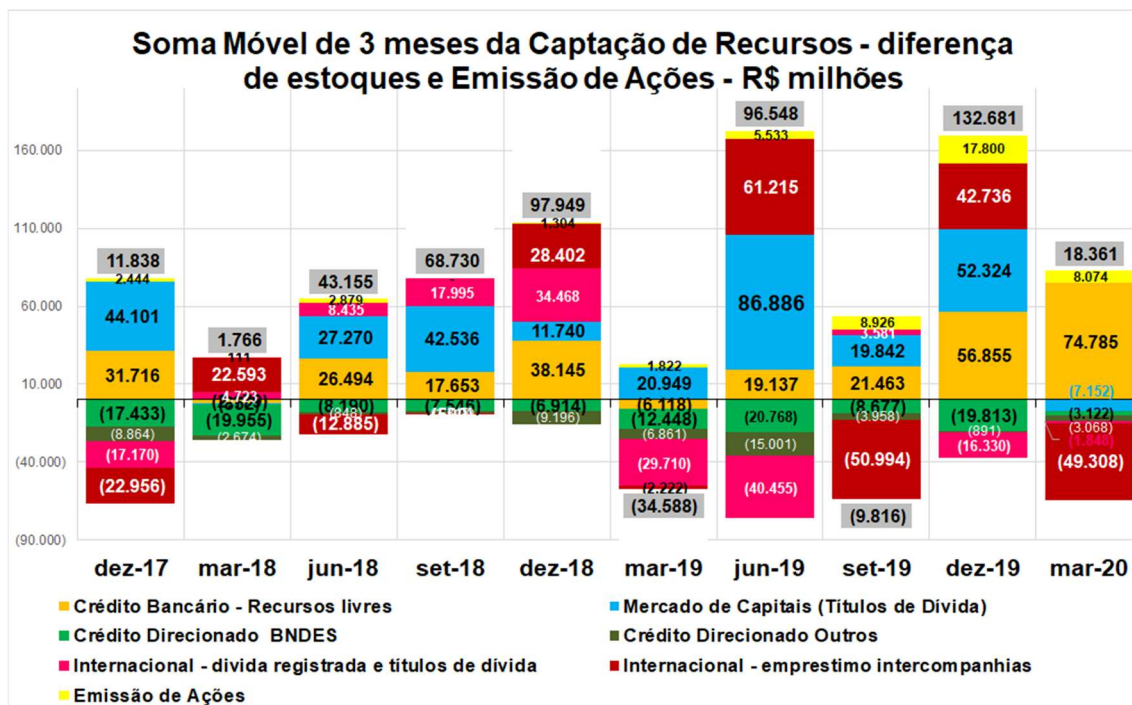
GRÁFICO 02



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. No **Gráfico 03**, que apresenta a evolução da captação líquida de recursos em trimestres civis, esses movimentos ficam muito mais visíveis.

GRÁFICO 03



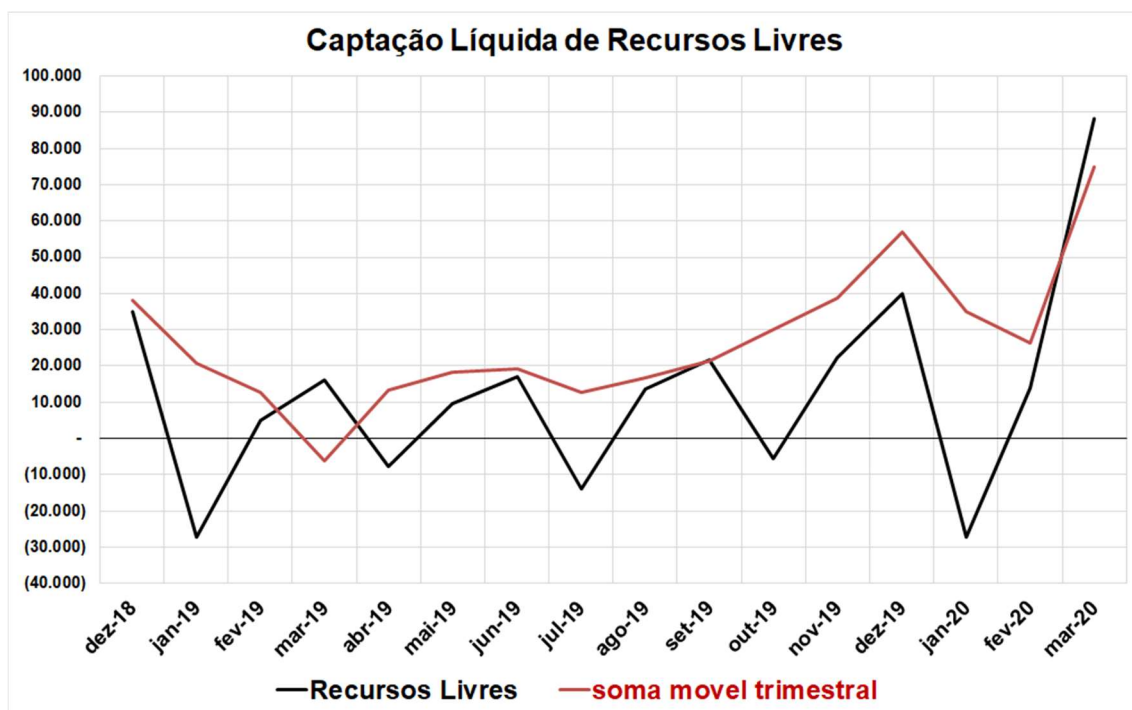
Podem ser destacadas algumas observações:

- A evolução da captação total de recursos pelas empresas apresenta padrões estacionais muito distintos entre de 2018 e 2019; o ano de 2019 se caracteriza por fortes mudanças de um trimestre para outro, determinadas por grandes variações do volume líquido captado no mercado de capitais de dívida e no mercado internacional; neste último caso chama atenção a alternância de grande volume de recursos de entrada e saída de recursos externos dos empréstimos intercompanhias, partir de meados de 2019, recursos esses que em geral tem comportamento mais estável e menos influenciado por fatores conjunturais;
- É notável a evolução positiva de captação líquida de crédito de recursos livres ao longo de 2019 e especialmente o salto observado no primeiro trimestre de 2020, como efeito das medidas do BACEN visando atender à demanda adicional de capital de giro das empresas gerada por queda abrupta de geração de caixa;
- Além dos recursos captados na emissão de ações, no primeiro trimestre de 2020 o valor líquido captado com recursos de crédito livre cresce 32% em relação ao observado no trimestre anterior, sendo mais de 12 vezes maior que o observado igual período de 2019; o valor captado dessas duas fontes mais que compensou as saídas

de caixa com o resgate líquido de operações do mercado internacional e do mercado de dívida corporativa no trimestre.

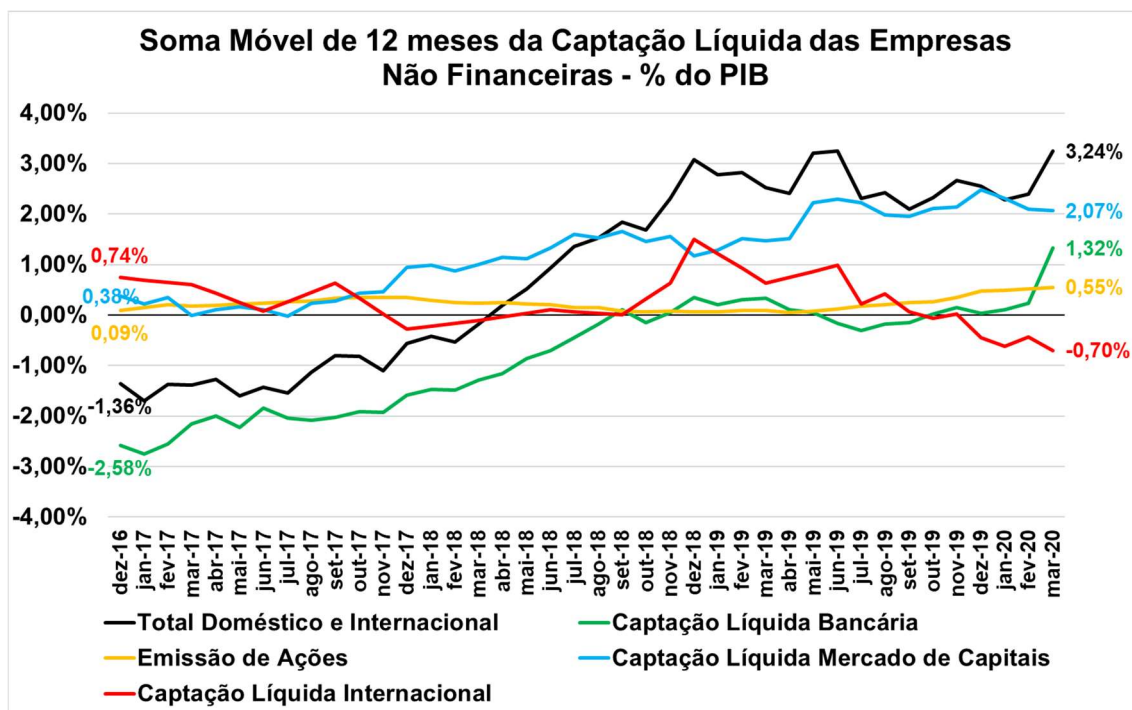
No **Gráfico 04** verifica-se que o grande aumento dos recursos de crédito livre ocorreu em março, data em que entraram em vigor as medidas de liberação do crédito do BACEN.

GRÁFICO 04



O **Gráfico 05**, 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 3,24% no ano terminado em março de 2020 tem origem no forte crescimento do crédito de recursos livres.

GRÁFICO 05

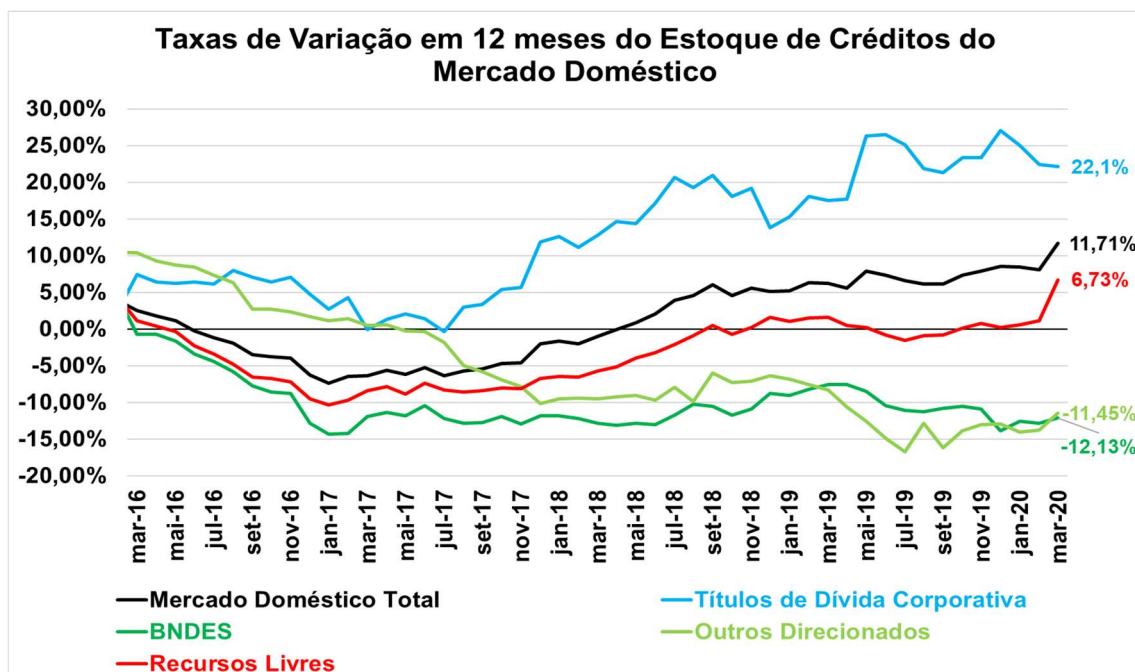


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

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 crescimento do saldo de operações feitas nesse mercado até abril de 2020 é o principal componente do aumento dos recursos líquidos de dívida captados por todas as empresas não financeiras no mercado doméstico desde meados de 2017. Como se vê no **Gráfico 06**, somente no ano terminado em março de 2020 o crescimento de 6,73% do valor de recursos líquidos captados no crédito de recursos livres tem maior importância, mas ainda muito inferior ao crescimento de 22,1% do saldo de recursos captados no mercado de títulos de dívida. O crescimento dos recursos captados nessas duas fontes sustenta o crescimento de 11,71% 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.

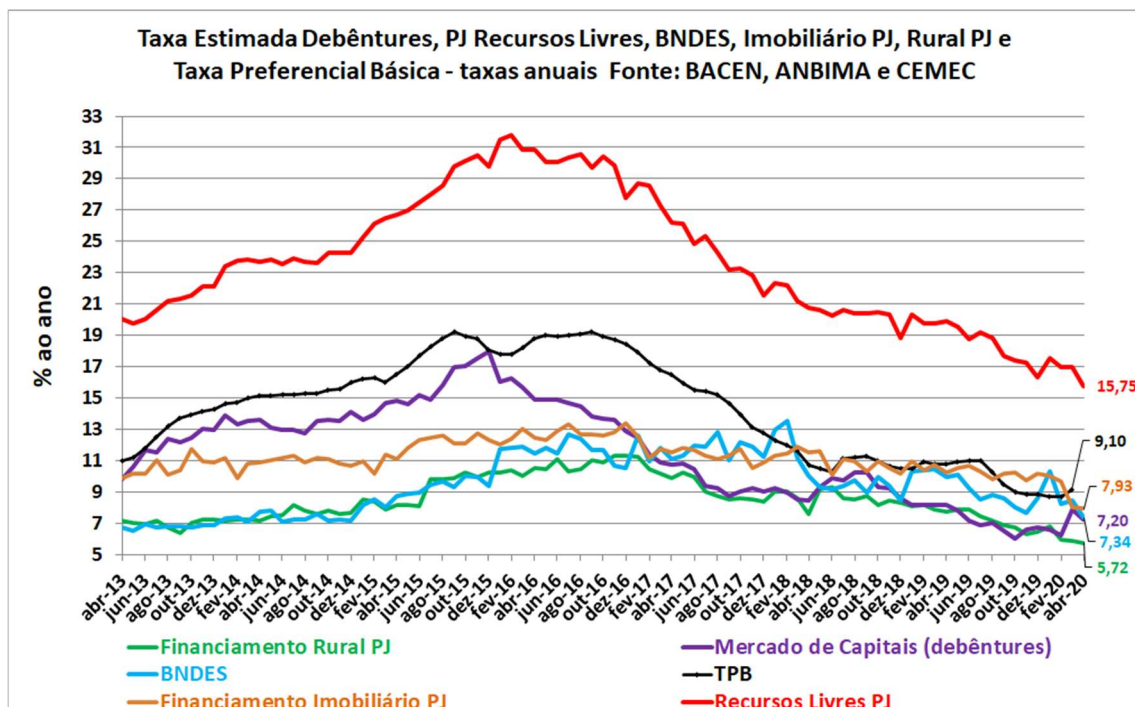
GRÁFICO 06



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 07**, as taxas de juros das debentures, que constituem o principal título de dívida corporativa, têm apresentado forte tendência de queda até o início 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.

GRÁFICO 07



Fonte: BACEN, CEMEC, ANBIMA – Elaboração CEMEC

Acompanhando a subida de taxas de juros longas dos títulos públicos e o aumento do risco país, as taxas de juros médias desse papel se elevam, atingindo 7,20%a.a. em abril. Nesse mês essa taxa ainda permanece inferior à TPB que teve um salto para 9,10%a.a., ao BNDES com 7,34%a.a. e ao financiamento imobiliário PJ (7,93%a.a.).

2.2 AUMENTO DO CRÉDITO BANCÁRIO CONCENTRADO NAS EMPRESAS GRANDES

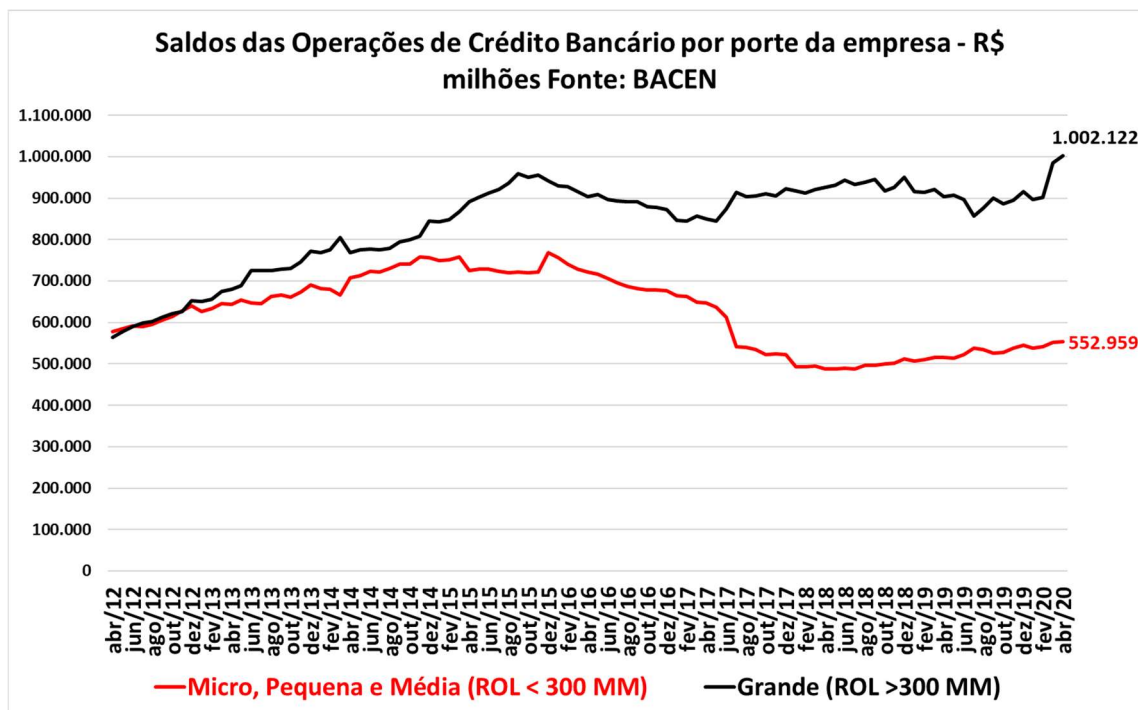
As medidas de aumento da liquidez e do crédito adotadas em março pelo BACEN, visando mitigar o impacto negativo da crise do COVID 19, tiveram impacto significativo no volume de crédito oferecido pelos bancos, mas foi direcionado essencialmente às empresas grandes e teve efeito praticamente nulo para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

Não obstante essa diferença de desempenho do volume de crédito disponibilizado entre empresas grandes de MPME tenha se manifestado na forma de um salto do crédito

concedido para empresas grandes no primeiro trimestre 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. Dai 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 (-) 4,2%, para apenas R\$ 553 bilhões, enquanto que o saldo de crédito das empresas grandes aumenta 77,5%, para mais de um trilhão de reais (R\$ 1.002,1). A evolução do saldo entre fevereiro, mês imediatamente anterior à adoção das medidas emergenciais e abril, mostra um crescimento de saldo de crédito de 11,0% para as empresas grandes e de apenas 2,1% para as MPME.

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 no início de 2018, resultado da forte queda de 36% nominais 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 36% em março de 2020.

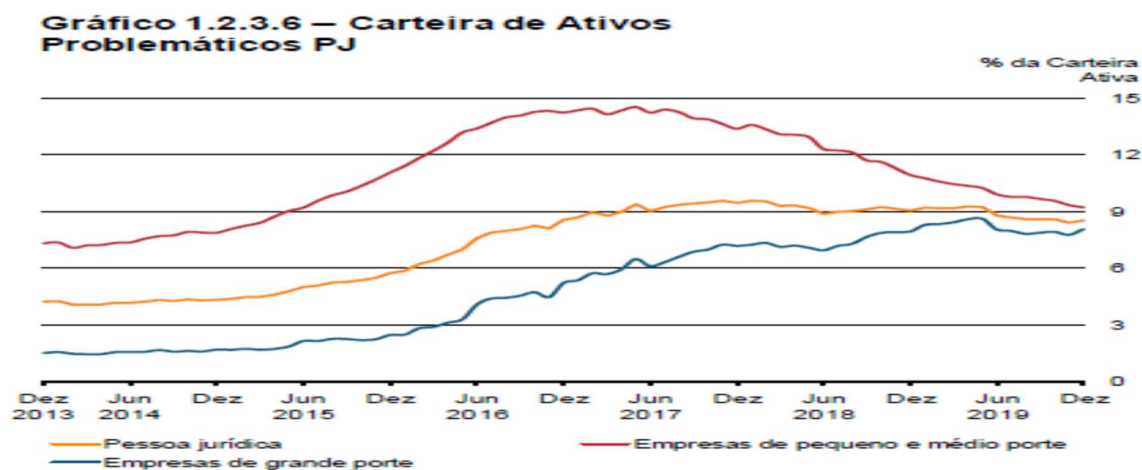
GRÁFICO 08



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**⁸, o período de queda mais acentuada do crédito para MPME ocorre em seguida à forte elevação do porcentual da carteira de crédito dessas empresas no sistema bancário, que dobra de cerca de 7% em fins de 2013 até atingir quase 15% em meados de 2017.

⁸ Gráfico copiado do Relatório de Estabilidade Financeira do BACEN de abril de 2020.

GRÁFICO 09

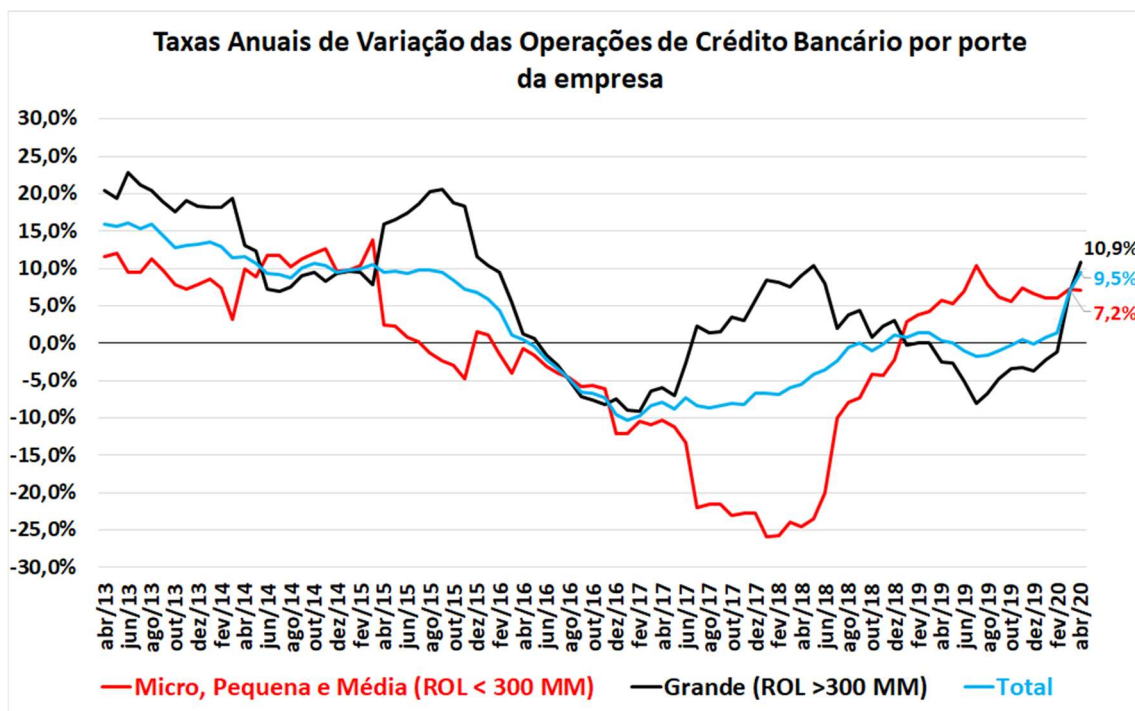


Da mesma forma, mas em sentido inverso, a reversão para um período de algum crescimento do saldo, com se vê no **Gráfico 08**, coincide com a progressiva redução do percentual de créditos problemáticos para as MPME. Somente estudo muito mais detalhado poderá identificar as relações de causa e efeito 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.

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 meados de 2015, para uma queda que atingiu cerca de 26% no início de 2018. A partir dessa data observa-se uma redução das taxas de queda até reverter para taxas positivas de crescimento, da ordem de 7 a 8% a.a. a partir de 2019, sem refletir entretanto qualquer impacto positivo da política de ampliação da liquidez e de crédito adotada em março de 2020. 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

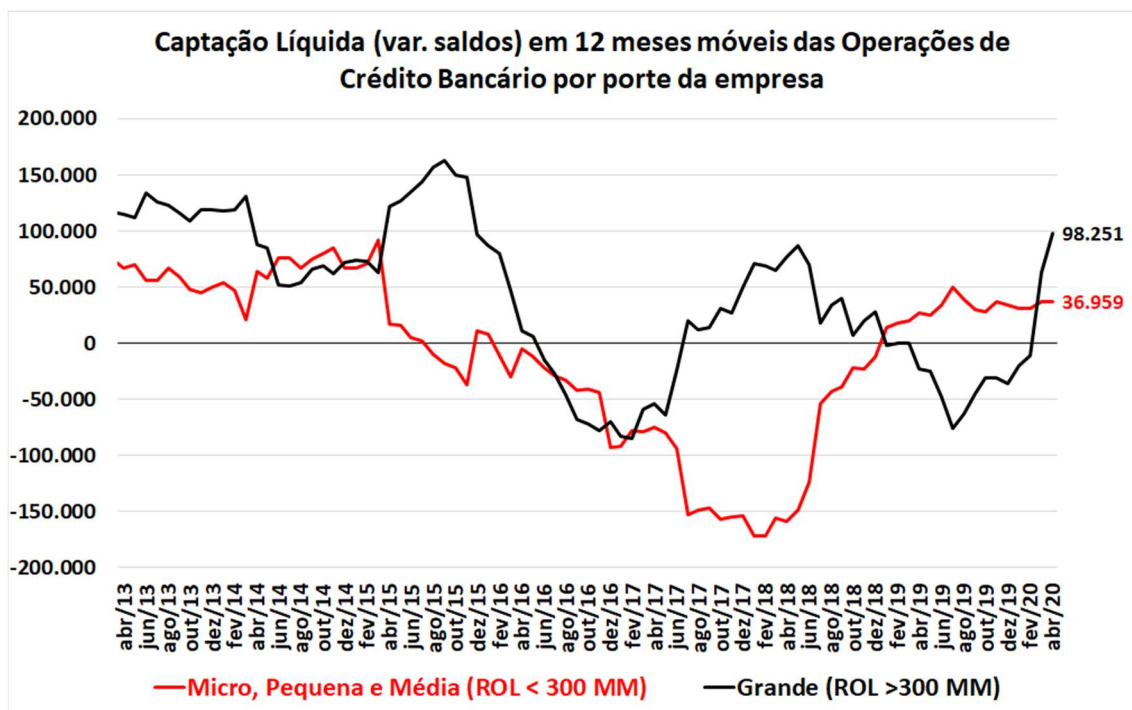
MPME, e se destaca ainda mais com a implementação das medidas de mitigação da crise do início de 2020, com crescimento de 10,9% em relação a abril de 2019.

GRÁFICO 10



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 abril de 2020 as empresas grandes captaram um volume líquido adicional de mais de R\$ 100 bilhões em relação ao número de fevereiro de 2020, com forte reversão positiva em relação aos meses anteriores, enquanto a captação líquida anual das MPME mantém um valor praticamente inalterado desde meados de 2019.

GRÁFICO 11



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 represente 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. 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 novas medidas⁹ para reverter esse quadro, de vez que o aumento de risco de crédito induzido pelo novo ciclo recessivo pode gerar o agravamento de problemas de liquidez e solvência desse segmento de empresas.

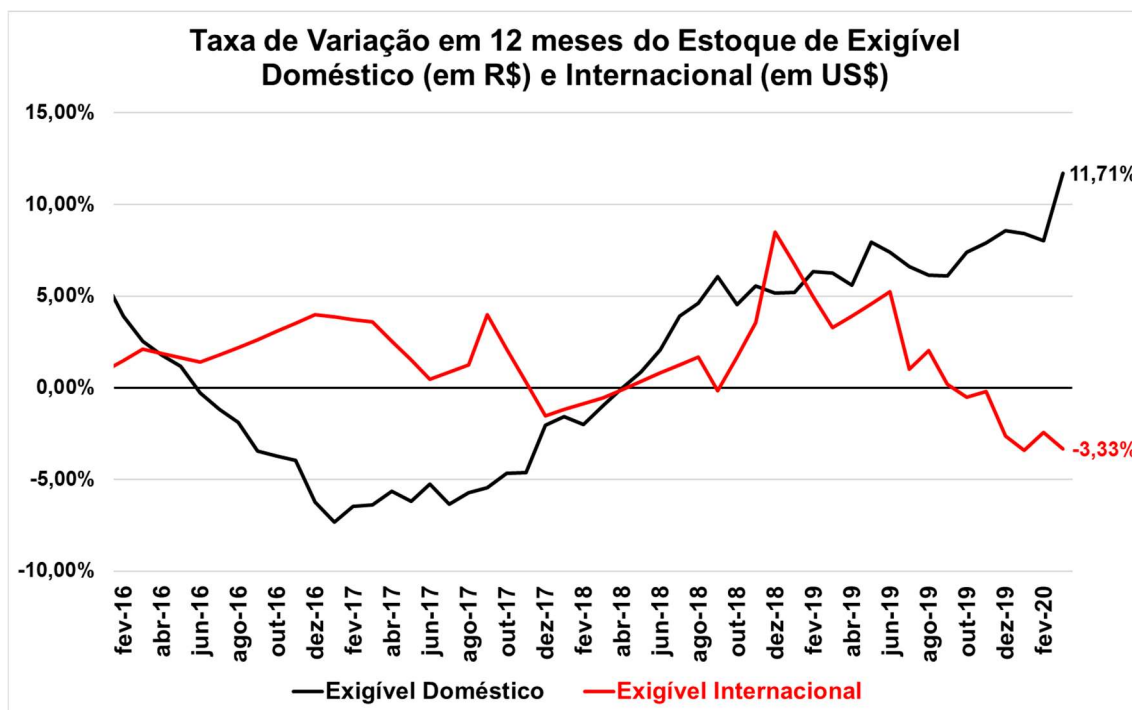
⁹ Na data de conclusão desta Nota, o BACEN anuncia um conjunto de novas medidas com potencial de liberar até R\$ 212 bilhões para as MPME. Fonte: Valor Econômico de 24/06/2020, pg. C1

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 fins de 2018.

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 ocorre ao mesmo tempo em que o saldo recursos domésticos tem crescimento acentuado.

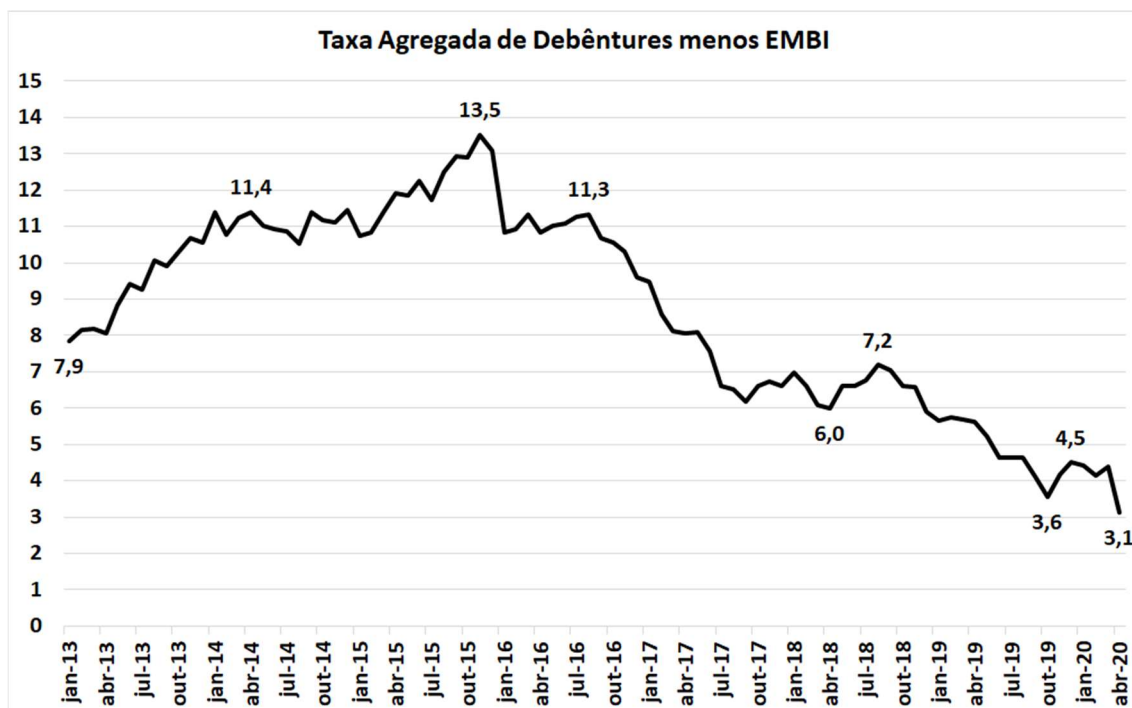
GRÁFICO 12



Em cada momento, condições do mercado financeiro internacional e vários fatores são levados em conta pelas empresas em suas decisões de financiamento, aí incluídas suas expectativas futuras de juros e taxas de câmbio. Entretanto, é razoável supor que a relação existente entre taxas de juros correntes de recursos domésticos e taxas de juros de recursos externos deve pesar nessas decisões. Uma indicação interessante é a que resulta da 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.

No **Gráfico 13** é utilizado um indicador da diferença entre custos financeiros de recursos domésticos e externos, representado pela diferença, em pontos percentuais, entre as taxas médias de debentures em reais e o risco país medido pelo EMBI+ calculado pelo J.P.Morgan. Essas diferenças, que atingiram mais de 13p.p. em fins de 2015 caíram a cerca de 6 p.p. em 2017 e chegaram a níveis próximos de 4p.p. em fins de 2019, certamente favorecendo a captação de recursos no mercado doméstico.

GRÁFICO 13



Fonte: CEMEC, J.P.Morgan e ANBIMA

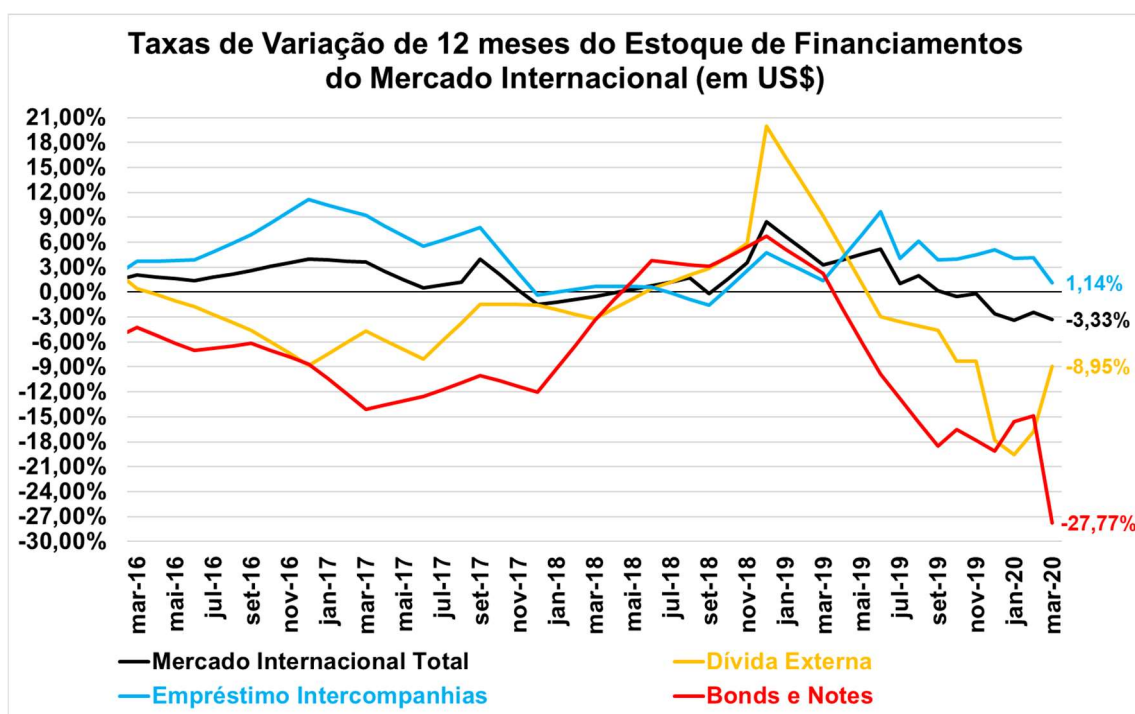
Os dados apresentados no **Gráfico 14** reforçam essa hipótese no caso de recursos captados a taxas de mercado, na forma de empréstimos bancários ou colocação de títulos de dívida. Esse gráfico apresenta a evolução das taxas de variação dos saldos de recursos captados no exterior avaliados em dólares, em períodos móveis de 12 meses desde início de 2016 até março de 2020.

Apesar de sua volatilidade, as taxas de variação dos saldos de empréstimos intercompanhias, realizados entre matriz e filial, não sugerem a existência de correlação com o diferencial de taxas de juros mencionado. Esses saldos apresentam taxas de variação predominantemente positivas em todo o período e ainda mais elevadas em 2018 e 2019, quando o diferencial de taxas favoreceria captação em moeda doméstica.

Os saldos de dívida registrada e de “*bonds e notes*”, revelam o resultado de negociação 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. Os saldos

permanecem em queda desde 2016 até início de 2018, tem um salto em fins de 2018, mas daí diante tem queda acentuada até atingir valores negativos no período de 12 meses até novembro de 2019, em trajetória análoga ao diferencial de taxas de juros mostrado no **Gráfico 11**.

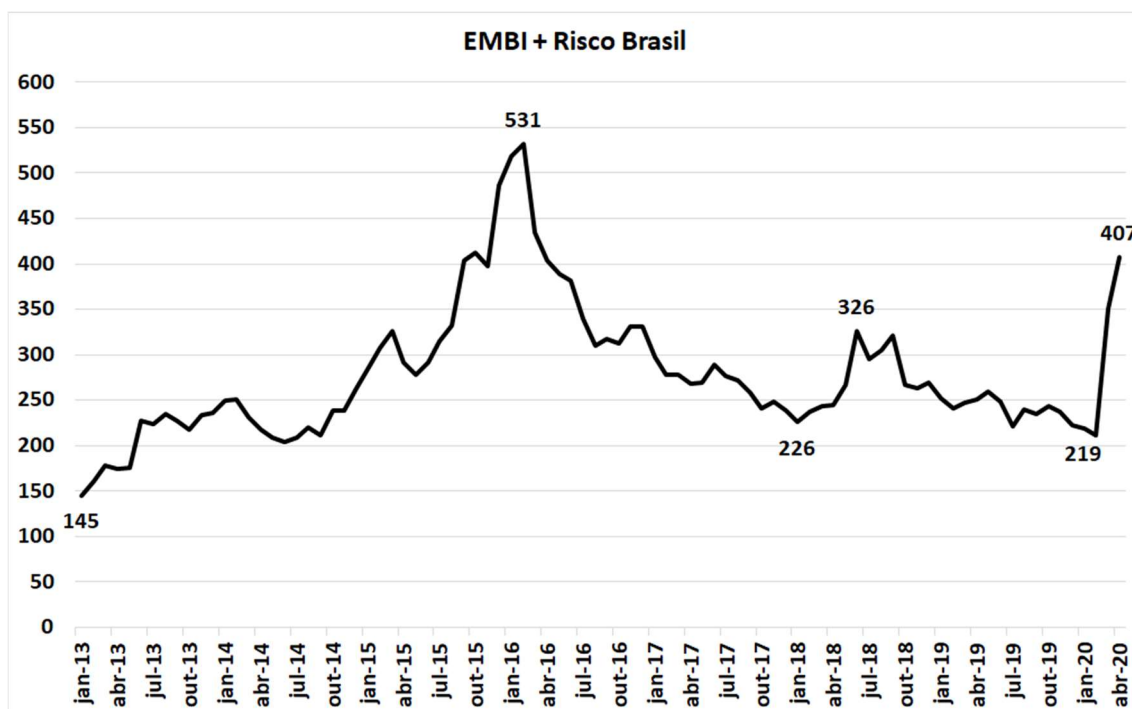
GRÁFICO 14



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

Dado o alto grau de integração entre o mercado doméstico e o mercado financeiro internacional, o **Gráfico 15** mostra que a evolução do indicador de custo dos recursos externos, dado pela taxa EMBI+, tem apresentado em vários períodos movimentos análogos às taxas das debentures. Esse indicador apresenta em geral uma tendência de queda desde o pico atingido em fins de 2015, interrompido por um ciclo de elevação em 2018 e retomando em seguida a variação negativa até o salto ocorrido por ocasião da crise do COVID19. Entretanto, a tendência de queda das taxas de juros das debentures em geral foi mais intensa, favorecendo a tomada de recursos domésticos, especialmente em 2019 como fica claro no **Gráfico 11**. Deve-se registrar também que o recente salto do risco país tornou a captação doméstica ainda mais competitiva.

GRÁFICO 15
EMBI+ RISCO BRASIL



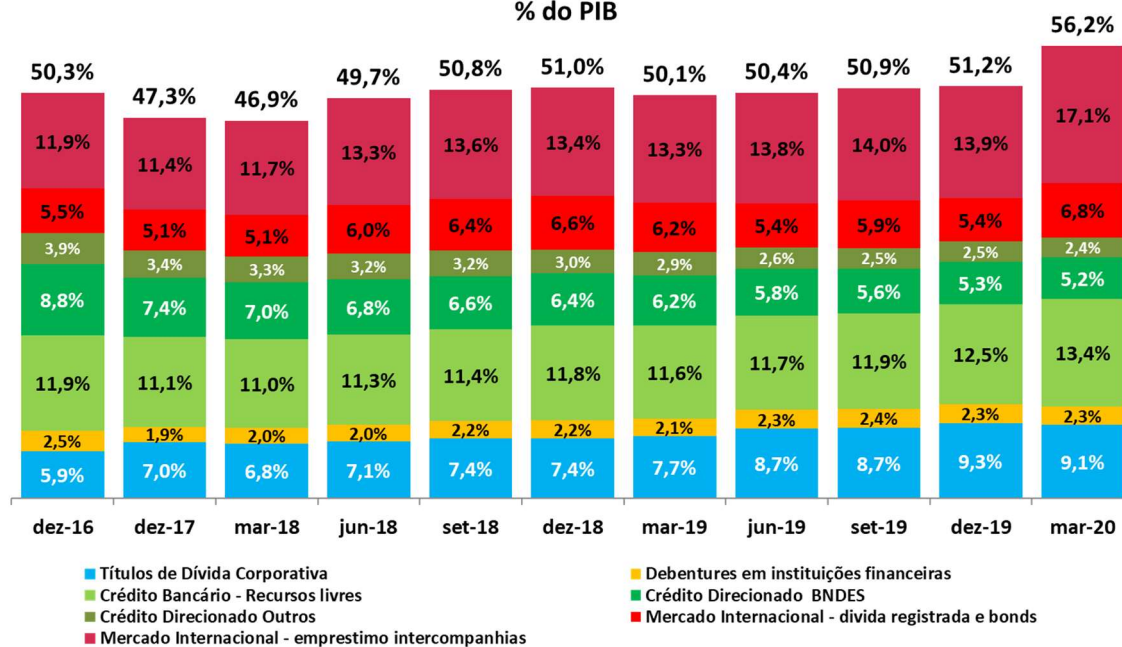
Fonte: J.P.Morgan

3. MUDANÇAS DA COMPOSIÇÃO DO EXIGÍVEL FINANCEIRO

A evolução da composição do exigível financeiro das empresas é o resultado das mudanças da captação líquida de recursos. Como se observa no **Gráfico 16**, o saldo da dívida total das empresas brasileiras em relação ao PIB aumenta 5 p.p. (de 51,2% para 56,2%) entre 12/2019 e 03/2020. A elevação da taxa de câmbio responde por cerca de 92% desse aumento, equivalente a 4,6 p.p. do PIB. A parcela do saldo de operações de dívida no mercado doméstico se eleva em apenas 0,4p.p. do PIB nesse período, resultado líquido do aumento de 0,9 p.p. do PIB do crédito de recursos livres e da redução dos saldos de crédito direcionado e de dívida corporativa.

GRÁFICO 16

Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras % do PIB

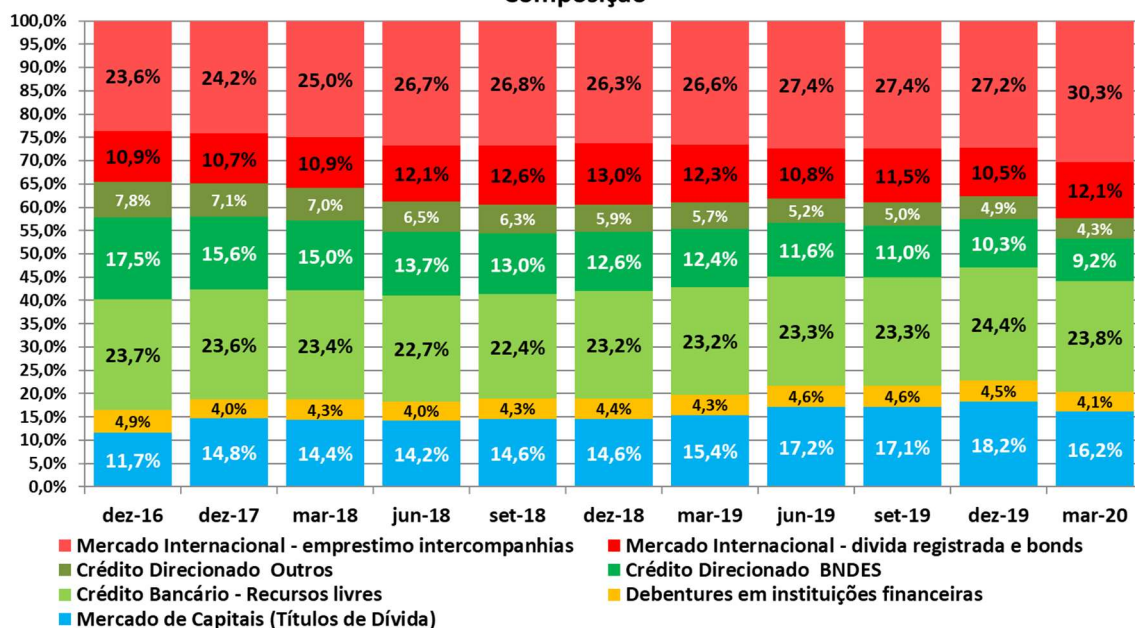


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

A evolução da composição porcentual do exigível financeiro apresentada no **Gráfico 17** facilita a visualização das mudanças no padrão de financiamento das empresas brasileiras nos últimos anos.

GRÁFICO 17

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:

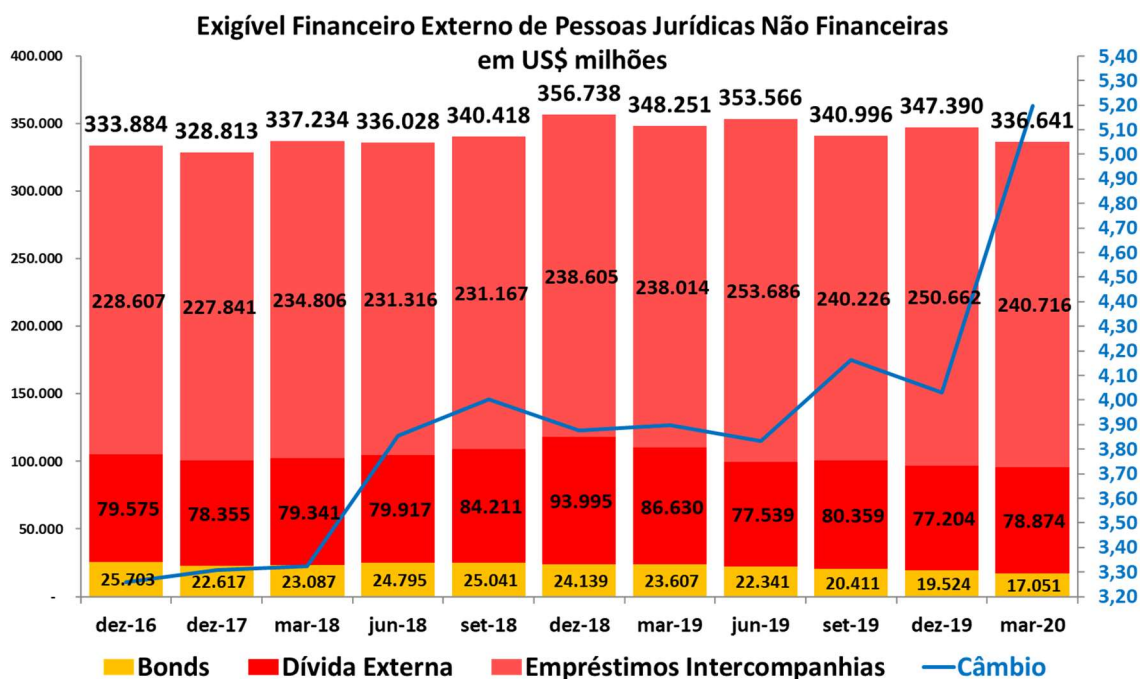
a) Recursos externos

A participação do saldo de recursos captados no mercado internacional no exigível financeiro das empresas brasileiras aumenta de 34,1% para 42,4% entre dezembro de 2016 e março de 2020, crescimento esse concentrado na participação dos empréstimos intercompanhias, que apresenta tendência positiva em todo o período, de 23,6% para 30,3%.

Quase 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 principalmente aumento do valor da dívida externa convertida em moeda nacional. Como se observa no **Gráfico 18** o saldo de dívida externa total das empresas brasileiras em dólares aumenta apenas 0,8% entre

dezembro de 2016 e março de 2020, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio se eleva em cerca de 60% nesse período.

GRÁFICO 18



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

4. ALOCAÇÃO DE RECURSOS PELO MERCADO

4.1 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 36,2% em fevereiro de 2020.

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

CRÉDITO	12/2016	02/2020	VARIAÇÃO p.p.
Direcionado	51,6%	36,2%	-15,4 p.p.
Recursos livres	48,4%	63,8%	+15,4 p.p.
Soma	100,0%	100,0%	----

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

4.2 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 fevereiro de 2020, parcela essa que era de 61,4% em 2016.¹⁰

¹⁰ 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.

TABELA 02
PARCELA DE RECURSOS DE DÍVIDA ALOCADOS PELO MERCADO

FONTE DE RECURSOS	12/2016	02/2020	VARIAÇÃO p.p.
1. Crédito direcionado	38,60%	23,44%	-15,15 p.p.
2. Crédito recursos livres	36,1%	41,26%	5,15%
3. Títulos de dívida corporativa	25,3%	35,30%	10,00%
Alocados pelo mercado (2+3)	61,40%	76,56%	+15,15 p.p.
Soma	100,0%	100,0%	

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

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 maio de 2020