

Nota CEMEC-FIPE 07/2020

**FAMÍLIAS E EMPRESAS
AUMENTAM POUPANÇA E
MUDAM SUA CARTEIRA NA
CRISE**

Julho de 2020

NOTA CEMEC-FIPE 07/2020

FAMÍLIAS E EMPRESAS AUMENTAM POUPANÇA E MUDAM SUA CARTEIRA NA CRISE

1. Sumário e conclusões

- a. O objetivo desta Nota é analisar as mudanças de poupança financeira de famílias e empresas ocorridas nos primeiros cinco meses de 2020 e verificar em que medida essas mudanças estão relacionadas com os impactos da crise do Covid-19 e a queda da taxa de juros e examinar suas prováveis implicações para o cenário econômico dos próximos meses.
- b. **Metodologia:** As variações dos saldos de ativos financeiros foram apuradas a partir da consolidação dos dados de várias fontes primárias, com base no Modelo de Contas Financeiras do Cemec-Fipe, e ajustados de modo a gerar estimativas do fluxo de caixa de poupança financeira que é o resultado líquido de novas aplicações e resgates.
- c. **Poupança financeira tem forte aumento em 2020**

A estimativa de poupança financeira de empresas e famílias em ativos financeiros domésticos até maio de 2020 é de R\$ 353 bilhões, valor muito superior aos R\$ 7 bilhões do período de agosto a dezembro de 2019. Usando como base a mesma média mensal do PIB do primeiro trimestre, esse valor representaria 11,7% do PIB no período janeiro a maio de 2020 e atingiria 19,6% do PIB do período de março a maio, quando ocorreu a maior parte da variação desse fluxo.
- d. **Famílias aumentam taxa de poupança:** estima -se em R\$ 80,2 bilhões a poupança financeira das famílias nos primeiros cinco meses de 2020, com aumento de R\$ 24,0 bilhões ou 42% em relação ao período de agosto a dezembro de 2019, o que representa um aumento de sua taxa de poupança, dada a queda de renda ocorrida em 2020. Usando como base a média mensal de consumo privado das contas nacionais do primeiro trimestre, esse número equivaleria a 4,1% do consumo dos primeiros cinco meses do ano e 6,9% da estimativa para os meses de março a maio¹. A redução do

¹ Embora sejam bases e dados diferentes, no trabalho Destaque Depec Bradesco 28/07/2020 denominado Acumulação de poupança das famílias na pandemia, estima-se que o consumo efetivo tenha sido 6.8% inferior ao estimado para março e 8,7% em abril.

consumo motivada pelo afastamento social, fechamento do comércio e algum efeito de precaução certamente estão entre os fatores de aumento da poupança financeira.

- e. **Investidores pessoas físicas buscam mais rentabilidade e mudam sua carteira:** Verifica-se significativa mudança de composição da carteira: com a queda da taxa de juros e da rentabilidade dos fundos de investimento, os investidores resgataram R\$ 125,1 bilhões desses fundos, adicionaram R\$ 80,2 bilhões de poupança e destinaram esses recursos em alternativas com expectativa de maior rentabilidade sem cobrança de taxa de administração: depósitos a prazo, títulos de dívida privada e ações, além dos depósitos de poupança
- f. **Empresas antecipam empréstimos e aumentam poupança financeira para enfrentar a crise** O fluxo de poupança financeira das empresas aplicados em ativos financeiros domésticos de janeiro a maio é estimado em R\$ 273 bilhões, certamente não tem origem na geração de caixa operacional num período de acentuada queda de vendas a partir de março. A principal fonte de captação líquida de recursos foi de crédito bancário, de R\$ 111 bilhões entre março e abril, sendo R\$ 92 bilhões já em março antecipando um reforço de caixa para enfrentar a crise². É possível que em alguns casos a redução ou suspensão da distribuição de dividendos tenha sido uma fonte adicional de recursos.
- g. **Ajustes da carteira de empresas buscam menos risco e preservação da liquidez.** As empresas reforçaram os movimentos de ajuste de carteira já observados em 2019, ao reduzir suas aplicações em ações, títulos de dívida pública e fundos de investimento e aumentar a parcela alocada em depósitos a prazo e títulos de dívida privada, estes provavelmente de emissão bancária³. Do valor total de novas aplicações de R\$ 388,8, 57% foram para depósitos a prazo.

² Esse aumento de liquidez aparece nos balanços consolidados da amostra das maiores empresas não financeiras do CEMEC Fipe do primeiro trimestre de 2020, que mostram um aumento de disponibilidades de R\$ 105,4 bilhões entre dezembro de 2019 e março de 2020.

³ Com os dados disponíveis não foi possível discriminar o saldo de títulos de dívida privada de emissão bancária e de empresas não financeiras; tudo indica que as empresas tenham preferência por títulos de emissão bancária que em geral oferecem menos risco e mais liquidez.

h. Efeitos potenciais do aumento de poupança até maio nos próximos meses

É interessante fazer algumas considerações sobre os efeitos potenciais de aumento da taxa de poupança financeira de famílias e empresas sobre o cenário econômico e financeiro dos próximos meses.

i. Demanda de consumo:

Existem indicações de que parcela considerável desse excedente de poupança financeira das famílias deverá ser usado para reforçar a demanda de consumo nos próximos meses. Não obstante a queda do nível de renda e a elevação das taxas de desemprego devam ter impacto negativo sobre a demanda, pesquisa de intenção de consumo⁴ mostra que 72% das pessoas bancarizadas pretendem manter (53%) ou aumentar (27%) seu consumo em relação ao período pré-pandemia. Nessas condições, a queda da demanda de consumo nos próximos meses provavelmente será menor que a expectativa baseada somente na redução da renda das famílias nesse período.

ii. Situação financeira das empresas

No caso das empresas, o aumento de aplicações financeiras líquidas foi significativo até maio. Muito embora seja previsível a continuidade de um padrão de vendas e de geração de caixa inferiores aos observados em 2019, é importante registrar que o aumento volume de crédito bancário já realizado é ainda muito menor que o potencial estimado das medidas emergenciais postas em prática pelo BACEN. Nessas condições, há indicações de que haverá oferta de crédito suficiente para atender às necessidades de recursos das empresas, pelo menos das empresas de maior porte. Apesar da adoção de vários programas de crédito para as micro, pequenas e médias empresas (MPME) os dados mostram que grande número dessas empresas tem enfrentado grandes dificuldades financeiras e de acesso a recursos de crédito. Novos programas tem sido adotados visando mitigar os tradicionais problemas de assimetria de informações e de garantias desse segmento de empresas, cujos resultados podem ser mais favoráveis.

⁴ Pesquisa da Febraban citada também no Destaque Depec-Bradesco de 29/07/2020.

2. Colocação do problema

Além da dramática perda de vidas humanas desde o início de 2020, a pandemia do COVID-19 tem gerado fortes mudanças do ambiente econômico e financeiro, com impacto significativo sobre a situação e as expectativas das pessoas e das empresas

Nos consumidores e investidores, essas condições excepcionais certamente impactaram sua renda, seu padrão de consumo, seus objetivos de investimento e suas preferências entre os ativos que representam as alternativas de aplicação financeira em termos de risco, retorno e liquidez. Além dos efeitos negativos da crise sobre a renda, parcialmente mitigados nos segmentos sociais mais vulneráveis pelo auxílio emergencial e outras ações de preservação de renda e emprego, o afastamento social combinado com o fechamento de uma parcela considerável das lojas tem gerado efeito negativo sobre o nível de consumo. Interessante estudo divulgado pelo Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos do Bradesco⁵ cita recente pesquisa da FGV⁶ mostrando que 78,3 % das famílias declaram que estavam comprando somente o essencial. Com base nos resultados de um modelo econométrico que correlaciona um indicador mensal do consumo das famílias⁷ com a massa ampliada de renda e outras variáveis⁸, foi possível, ao mencionado estudo, comparar o consumo estimado ou possível com o consumo efetivo. A comparação desses dois valores mostra que especialmente nos meses de março e abril o consumo efetivo ficou muito abaixo do estimado pelo modelo, gerando um desvio negativo muito maior que o habitual para esses meses, resíduo esse que já reverte para valor positivo em maio.

Esses resultados mostram que existem indicações de redução da proporção da renda das famílias destinada ao consumo de bens e serviços, levando a um aumento da sua poupança financeira, especialmente nos meses de março e abril de 2020. Por outro lado, além dos impactos da crise, que provavelmente já exigiriam ajustes de sua carteira, o investidor defrontou-se com uma queda adicional da taxa básica de juros, que já havia terminado o ano de 2019 em 4,5% a.a., no menor nível desde o Plano Real, para 3,00% em maio. Apesar da acentuada queda das expectativas de inflação, a remuneração real líquida do imposto de renda das aplicações em renda fixa passou a gerar taxas próximas de zero ou negativas, revertendo a

⁵ Destaques Depec-Bradesco – Acumulação de poupança das famílias na pandemia – 29 de julho de 2020

⁶ Sondagem do consumidor maio de 2020

⁷ Construído com a utilização da Pesquisa Mensal do Comercio (PMC) a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) e as Contas Nacionais

⁸ A massa ampliada de renda inclui o auxílio emergencial, concessões de crédito, percepções do consumidor e o comprometimento da renda.

experiência de muitos anos em que era possível obter rentabilidade elevada em investimentos de baixo risco.

No caso das empresas, o impacto da crise se dá ao reduzir sua capacidade de produção, pela necessidade da quarentena e afastamento social de seus funcionários e de seus fornecedores e pela queda das vendas. Não obstante alguns poucos setores tenham tido até sua demanda ampliada, o panorama geral tem sido de uma acentuada queda de vendas e de geração de caixa, esta agravada pela permanência de despesas fixas, a preocupação em manter o emprego e a folha de salários. Apesar da incerteza quanto à permanência e profundidade da crise, a necessidade imediata das empresas tem sido reforçar o caixa e aumentar suas disponibilidades para manter o pagamento de seus compromissos por algum tempo.

As medidas emergenciais de aumento da liquidez do sistema bancário e ampliação do crédito adotadas pelo BACEN em meados de março foram de grande porte, com impacto potencial da ordem de 17% do PIB, o que possibilitou forte aumento do volume de crédito para as empresas.

A ideia é verificar em que medida os dados financeiros disponíveis indicam a ocorrência de mudanças significativas da poupança financeira das famílias, das disponibilidades das empresas e da alocação de suas carteiras de investimentos, esta induzida principalmente pela ocorrência de baixas taxas de juros.

3. Carteira consolidada de alternativas de aplicação financeira

Para obter estimativas da carteira consolidada das alternativas de aplicação financeira à disposição de famílias e empresas, é necessário utilizar dados de várias fontes públicas e privadas e fazer sua consolidação. Para isso o Cemec-Fipe utiliza um Modelo de Contas Financeiras que permite fazer essa consolidação sem duplas contagens⁹. A disponibilidade atual conjunta de dados de todas essas fontes possibilita atualizar essa consolidação somente até maio de 2020. O resultado é apresentado na **Tabela 01**.

Essa tabela apresenta o valor total da carteira consolidada de ativos financeiros a partir da soma dos saldos de cada classe de ativo e decompõe esse total nas carteiras de três tipos de investidores: investidores institucionais, investidores estrangeiros e outros investidores não financeiros. Uma vez que fundos de investimento são tomados como uma alternativa de

⁹ É importante registrar que esses dados consolidam os saldos de ativos financeiros negociados no mercado, para os quais existem dados de fontes primárias. Pela ausência desses dados, não são incluídos ações e quotas de capital de empresas fechadas e ativos reais.

aplicação, a carteira dos investidores institucionais é obtida com a consolidação das carteiras de fundos de pensão, previdência aberta, companhias de seguros e planos de capitalização. Investidores pessoas físicas são um dos principais detentores da carteira atribuída a outros investidores não financeiros, seguido pelas empresas e o setor público. É interessante lembrar que os saldos aplicados em fundos de investimento são destinados por estes na aquisição de carteiras diversificadas de ativos de renda fixa e variável. Os saldos de ativos individuais mostrados na **Tabela 01**, tais como ações, títulos de dívida pública e privada e depósitos bancários se referem às aplicações feitas diretamente pelos investidores nesses ativos sem a intermediação dos fundos de investimentos.

TABELA 01

POUPANÇA FINANCEIRA POR ALTERNATIVAS DE APLICAÇÃO R\$ MILHÕES

Alternativas de Aplicação	mai/20			
	Investidores institucionais (1)	Investidores Estrangeiros	Outros Inv.não Financeiros	TOTAL
1.1. Instrumentos do Mercado de Capitais:	<u>84.411</u>	<u>810.287</u>	<u>2.052.911</u>	<u>2.947.609</u>
a) Ações	61.311	798.219	1.829.291	2.688.821
b) Títulos de Dívida Privada	23.100	12.069	223.620	258.789
1.2. Depósitos Bancários	5.241	4.400	2.434.938	2.444.579
Depósitos a Vista			234.992	234.992
Depósitos a Prazo	5.241	4.400	1.278.879	1.288.520
Depósitos de Poupança			921.067	921.067
1.3. Títulos da Dívida Pública	250.963	367.286	403.532	653.045
1.4. Fundos de Investimento	1.692.548	324.764	2.540.963	4.558.275
1.5. Outros	26.993	7.475		34.468
TOTAL	2.060.156	1.514.213	7.432.344	10.637.977
TOTAL ex-ações	1.998.845	715.994	5.603.053	7.949.156

Fontes: BACEN, CVM, STN, SUSEP, ANBIMA, B3, ABRAPP, PREVIC- Detalhes no Anexo 01

Elaboração: Cemec-Fipe

Na **Tabela 02** é apresentada a variação de saldos de cada alternativa de aplicação financeira entre dezembro de 2019 e maio de 2020, exceto ações, cujo preço sofreu forte impacto negativo com a crise. Os dados disponíveis possibilitam, com algumas aproximações, decompor a carteira

de ativos ex-ações atribuída na **Tabela 01** a “Outros investidores não financeiros” em três carteiras pertencentes respectivamente a pessoas físicas, pessoas jurídicas e outros¹⁰.

TABELA 02

POUPANÇA FINANCEIRA POR ALTERNATIVAS DE APLICAÇÃO

VARIAÇÃO DE SALDOS – DEZ 2019 A MAI 2020

Alternativas de Aplicação	Mai 2020 menos Dez 2019						
	Investidores institucionais	Investidores Estrangeiros	Outros Inv.não Financeiros	PF	PJ	Outros	TOTAL
1.1 Títulos de Dívida Privada	-832	3.096	192.511	48.990	121.756	21.765	177.411
1.2. Depósitos Bancários	964	1.173	426.749	135.155	279.722	11.872	446.250
Depósitos a Vista	0	0	23.111	2.680	20.676	-245	23.111
Depósitos a Prazo	964	1.173	328.036	82.975	232.944	12.117	347.537
Depósitos de Poupança	0	0	75.602	49.500	26.102	0	75.602
1.3. Títulos da Dívida Pública	-17.030	-58.487	-71.038	4.372	-73.537	-1.873	-140.456
1.4. Fundos de Investimento	-67.105	34.081	-117.396	-147.939	-36.300	66.843	-150.419
1.5. Outros	1.699	2.240	0	0	0	0	3.939
TOTAL ex-ações	-82.303	-17.897	430.826	40.578	291.641	98.607	336.725

A variação de saldos de aplicações de R\$ 336,7 bilhões em 2020 representa um aumento substancial em relação ao número estimado para o período de agosto a dezembro de 2019, que indica uma queda de R\$ 98,8 bilhões. Todo o aumento do saldo da carteira consolidada de ativos financeiros ex-ações, resulta do aumento das carteiras de pessoas físicas de R\$ 40,6 bilhões, empresas de R\$ 291,6 bilhões e outros investidores de R\$ 98,6 bilhões, de vez que a variação dos saldos das carteiras de investidores institucionais e estrangeiros apresentam valores negativos. Tanto na carteira de pessoas físicas como de empresas essa variação positiva do saldo da carteira ex ações resulta do aumento do saldo de títulos de dívida privada e de depósitos bancários que superam a redução dos saldos de fundos de investimento e também do aumento do saldo de títulos públicos no caso de famílias.

Entretanto, essas variações de saldos não podem ser utilizadas para estimar o fluxo de poupança financeira desses investidores, porque incluem, além do resultado líquido de resgates e novas aplicações financeiras, a variação de valor dos ativos e a apropriação de seus rendimentos sobre os saldos mantidos no período.

¹⁰ No Anexo 01 são informadas as fontes de dados primários utilizados

4. Pessoas físicas e empresas aumentam sua poupança financeira e mudam a composição de suas carteiras

4.1 Estimativas do fluxo de caixa a partir das diferenças de saldos

Nesta parte o objetivo é obter uma estimativa do fluxo de poupança financeira de pessoas físicas e empresas no período de janeiro a maio de 2020. Para fins de comparação, a mesma estimativa é feita para os últimos cinco meses de 2019¹¹.

Para estimar o fluxo de poupança financeira desses investidores é necessário decompor a variação dos saldos das alternativas de aplicação em duas parcelas. A primeira é a parcela atribuível à valorização ou desvalorização dos ativos no mercado e à apropriação de seus rendimentos e a segunda mede a movimentação financeira feita pelo investidor ao fazer aplicações adicionais ou resgates em cada classe de ativo. No caso das ações, existem dados do resultado financeiro líquido de compras e vendas de ações de pessoas físicas e de empresas fornecidos pela B3.

Para obter estimativas do fluxo financeiro líquido de aplicação e resgate para as demais alternativas de investimento e por tipo de investidor foram adotados os seguintes critérios:

1. Fundos de investimento:

Para o saldo total dos fundos de investimento a ANBIMA informa a captação líquida e, por diferença, foi possível estimar a variação do valor de mercado de seus ativos. A decomposição da variação do saldo dos fundos de investimento dos investidores pessoas físicas e empresas não financeiros foi obtida adotando-se a hipótese de que sua variação de valor fosse igual à observada para o total geral; a estimativa da captação líquida por tipo e investidor foi feita por diferença, entre sua variação de saldo e a variação de valor;

2. No caso do saldo de títulos de dívida privada, depósitos a prazo, e títulos de dívida pública, foi feita uma estimativa da variação de seu valor com base nos rendimentos que teriam sido apropriados no período, na hipótese de que todos esses ativos tivessem rendido o equivalente às taxas do CDI¹² no período de cinco meses, sendo então obtido o valor da captação líquida desses ativos por diferença; .

¹¹ Seria interessante também fazer comparações com o período de janeiro a maio de 2019. Entretanto, não foi possível obter esses dados das fontes primárias até a data de elaboração desta Nota.

¹² A taxa acumulada de CDI no período de agosto a dezembro de 2019 foi de 2,209% e no período de janeiro a maio de 2020 foi de 1,54%

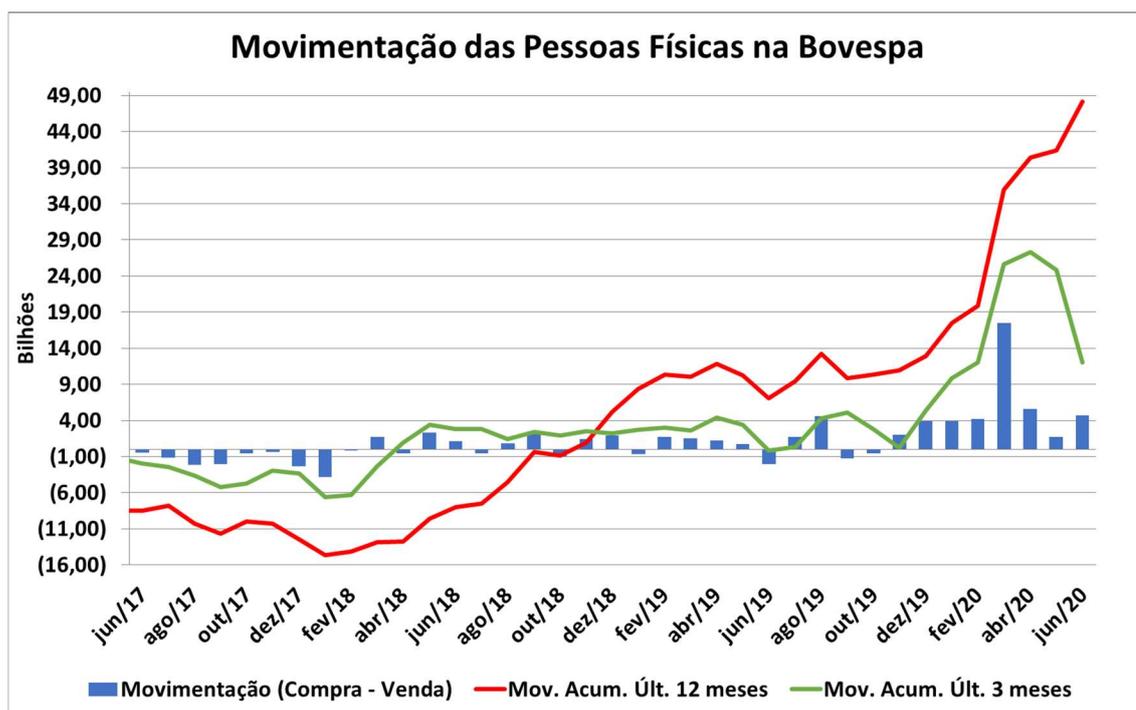
3. No caso de depósitos de poupança, foi adotado procedimento semelhante, estimando a variação de valor com base nas taxas de rendimento da poupança¹³ no período de cinco meses que está sendo analisado.

4.2 Aumento da poupança financeira e mudança da carteira de pessoas físicas

Os dados mostram que nos primeiros cinco meses de 2020 houve migração dos investidores pessoas físicas para a bolsa, com aplicações líquidas de R\$ 33,0 bilhões. Como se vê no **Gráfico 01**, o valor das compras líquidas de ações por parte de pessoas físicas, que já apresentava valores positivos desde o primeiro semestre de 2018, aumenta consideravelmente a partir de fins de 2019 e salta para quase R\$ 49 bilhões até junho. As compras líquidas até maio, período analisado nesta Nota, indicam o valor líquido investido de R\$ 33,0 bilhões.

GRÁFICO 01

R\$ Bilhões



Fonte: B3 – Elaboração Cemec-Fipe

¹³ A taxa acumulada de rendimento da poupança no período de agosto a dezembro de 2019 foi de 1,671% e no período de janeiro a maio de 2020 foi de 1,23%.

A **Tabela 03** apresenta as estimativas de fluxo da poupança financeira dos investidores pessoas físicas e sua destinação por alternativa de aplicação para os períodos de cinco meses de agosto a dezembro de 2019 e de janeiro a maio de 2020.

TABELA 03

ESTIMATIVA DE FLUXO DE POUPANÇA FINANCEIRA

FAMÍLIAS R\$ bilhões

Alternativas de aplicação PF	Ago-Dez 2019	Jan.- Mai 2020
Depósitos a prazo	16,0	78,6
Títulos de dívida privada	3,3	48,5
Títulos de dívida pública	-1,5	3,0
Ações	8,8	33,0
Depósitos de poupança	27,6	39,5
Depósitos à vista	18,8	2,7
Fundos de investimento	-16,8	-125,1
TOTAL	56,2	80,2

Fonte: Cemec-Fipe

A análise desses números sugere algumas observações:

1. Aumento da poupança financeira no período de janeiro a maio de 2020

As estimativas mostram uma poupança financeira de R\$ 80,2 bilhões nos primeiros cinco meses de 2020, com aumento de R\$ 24,0 bilhões em relação ao período de agosto a dezembro de 2019. Trata-se de aumento significativo, da ordem de 42%, levando em conta que a renda disponível desse período de 2020 certamente é inferior à recebida em 2019, fazendo com que na comparação entre os dois períodos, a taxa de poupança financeira das famílias tenha dado um salto considerável. Esse aumento de poupança financeira certamente resulta da ocorrência de uma queda do consumo de bens e serviços, como resultado do afastamento social e fechamento de lojas e eventualmente por precaução, dada a insegurança com a evolução da pandemia. Esses resultados estão em linha com as indicações do citado trabalho do Departamento de Pesquisas

e Estudos Econômicos do Bradesco, que indica a redução do consumo efetivo em relação àquele que seria previsível ¹⁴.

É interessante registrar que a simples utilização das variações de saldos das aplicações, gera a impressão da ocorrência de um valor muito maior da poupança financeira, como é o caso de depósitos a prazo, com aumento de R\$ 78,6 bilhões, e depósitos de poupança, com aumento de R\$ 33 bilhões. Ocorre que parcela considerável desses aumentos de aplicações não reflete aumento da poupança desses investidores, mas tem sua origem em recursos obtidos com o resgate de R\$ 125,1 bilhões de quotas de fundos de investimento.

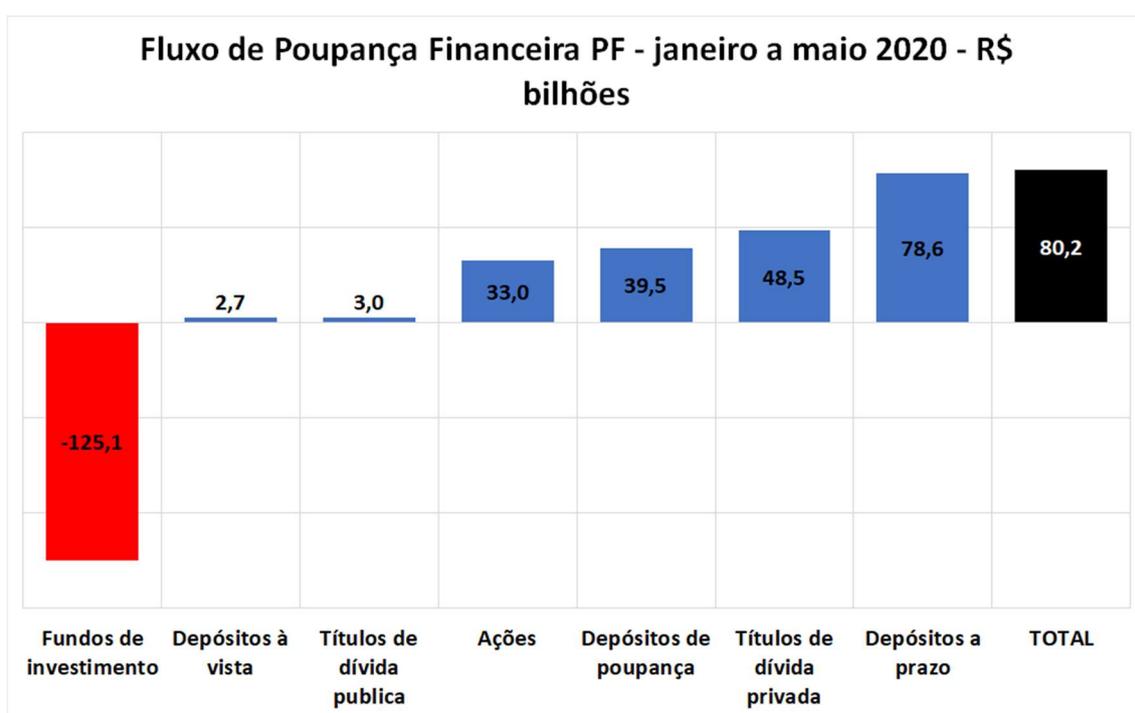
2. Forte mudança no padrão de alocação de poupança por classes de ativos

O **Gráfico 02** facilita a visualização do direcionamento da poupança financeira das famílias entre as alternativas de aplicações financeiras no mercado doméstico.

GRÁFICO 02

ESTIMATIVA DE FLUXO DE POUPANÇA FINANCEIRA | PESSOAS FÍSICAS

DEZ 2019 A MAI 2020 – R\$ bilhões



Verifica-se que o resgate de R\$ 125,1 bilhões dos fundos de investimento responde por 61% dos recursos adicionais de R\$ 205,1 bilhões aplicados nos demais ativos financeiros, fazendo com

¹⁴ As estimativas sugerem que em março o consumo observado foi 6,8% inferior ao projetado usando o modelo estimado, queda essa que foi ainda maior em abril, com -8,7%;

que apenas R\$ 80,1 bilhões, ou 39% de total, constituem a parcela da renda corrente desviada para aplicações financeiras.

Existem razões para acreditar que esses movimentos de realocação dos recursos de poupança financeira entre diferentes classes de ativos revelem a busca de uma combinação mais eficiente de risco, retorno e liquidez, dadas as baixas taxas de juros e elevado grau de incerteza no futuro resultante da pandemia.

- a. Em 2020, o principal fator que induziu o resgate líquido de R\$ 145,5 bilhões de quotas de fundos de investimento está ligado à baixa taxa de juros, revelando a busca de maior rentabilidade, ainda que os recursos sejam destinados a aplicações de risco mais elevado, como é o caso das ações. A tributação do imposto de renda e a cobrança de taxas de administração dos fundos de investimento, na presença de taxas de juros excepcionalmente baixas dos títulos públicos, levou na maioria dos casos à expectativa de taxas reais de rentabilidade próximas de zero ou mesmo negativas, inferiores às obtidas em outras aplicações de renda fixa;
- b. Do volume de R\$ 205,3 bilhões investidos no período, quase 80% foram destinados para aplicações que indicam a busca por alternativas de maior rentabilidade que a dos fundos de investimento; no caso de depósitos a prazo, títulos de dívida privada e títulos públicos na maioria das vezes sua rentabilidade é atrelada ao CDI, tem incidência do imposto de renda, mas não arcam com taxas de administração; no caso de ações os investidores aproveitaram nesse momento um forte movimento de baixa, sustentando a expectativa de ganhos futuros;
- c. Como seria de se esperar, essa busca de maior rentabilidade revela também a aceitação de maiores níveis de risco de mercado, como no caso de ações e de crédito como no caso de títulos de dívida privada;
- d. De qualquer modo, é interessante registrar que quase 60% dos R\$ 205,3 bilhões de recursos investidos em 2020, no valor de R\$ 121,1 bilhões, foram destinados a ativos de risco de crédito muito baixo, como é o caso de títulos de dívida soberana, depósitos de poupança, depósitos a prazo de grandes bancos, que contam ainda com a garantia do FGC; note-se que nesse caso o investidor não sacrifica a liquidez de modo significativo, oferecida também em CDBs na maioria dos casos.
- e. A parcela destinada a títulos de dívida privada representa quase $\frac{1}{4}$ dos recursos aplicados, de R\$ 48,5 bilhões, e teve grande aumento quando comparados aos R\$ 16,0 bilhões do período de agosto a dezembro de 2019; é um movimento que também

evidencia busca de maior rentabilidade em aplicações com maior risco de crédito¹⁵ e algum sacrifício de liquidez.

- f. Entre as aplicações mais líquidas, é significativo observar o aumento de R\$ 39,5 bilhões dos depósitos de poupança, com aumento de 43% em relação ao observado no período de agosto a dezembro de 2019; informações recentes dão conta que parte desse aumento provem de beneficiários do auxílio emergencial visando dispor de alguma reserva face às perspectivas ainda negativas de recuperação da atividade e do emprego;
- g. Chama a atenção a estimativa de destinação de apenas R\$ 2,7 dos recursos de R\$ 80,2 bilhões de poupança financeira destinados depósitos à vista, quando comparados com R\$ 18,8 bilhões no período de agosto a dezembro. Embora não seja possível descartar alguma imprecisão dessa estimativa¹⁶, é interessante registrar a ocorrência de um aumento significativo da parcela de liquidez mantida na forma de papel moeda em poder do público no valor de R\$ 43,4 bilhões em abril e maio de 2020. Esse número se compara com uma redução de R\$ R\$ 14,1 bilhões entre dezembro de 2019 e março de 2020 e também com um valor negativo de R\$ 1,9 bilhões em abril e maio de 2019. Nessas condições, parece razoável supor que uma parcela importante desse aumento de R\$ 43,4 bilhões seja o resultado de um aumento da proporção de recursos líquidos mantido pelas famílias e também por empresas, com algum reforço dos recursos sacados do auxílio emergencial.

4.3 Aumento da poupança financeira e mudança da carteira das empresas

A **Tabela 04** apresenta as estimativas de fluxo da poupança financeira das empresas e sua destinação por tipo de aplicação para os períodos de cinco meses de agosto a dezembro de 2019 e de janeiro a maio de 2020.

¹⁵ Uma parcela do saldo de títulos de dívida privada se refere também a títulos de dívida corporativa, que em geral apresentam risco de crédito e menos liquidez no mercado secundário.

¹⁶ Não foram localizados dados oficiais que discriminam o saldo de depósitos à vista por natureza do depositante; a hipótese adotada foi a de que as pessoas físicas mantem em depósitos à vista a mesma proporção que esses depósitos tem no saldo total de depósitos bancários.

TABELA 04**ESTIMATIVA DE FLUXO DE POUPANÇA FINANCEIRA****EMPRESAS R\$ bilhões**

Alternativas de aplicação PJ	Ago-Dez 2019	Jan.- Mai 2020
Depósitos a prazo	27,8	222,4
Títulos de dívida privada	7,6	120,5
Títulos de dívida pública	-54,1	-76,4
Ações	-39,9	-12,8
Depósitos de poupança	2,0	25,2
Depósitos à vista	12,1	20,7
Fundos de investimento	-18,7	-27,0
TOTAL	-63,1	272,6

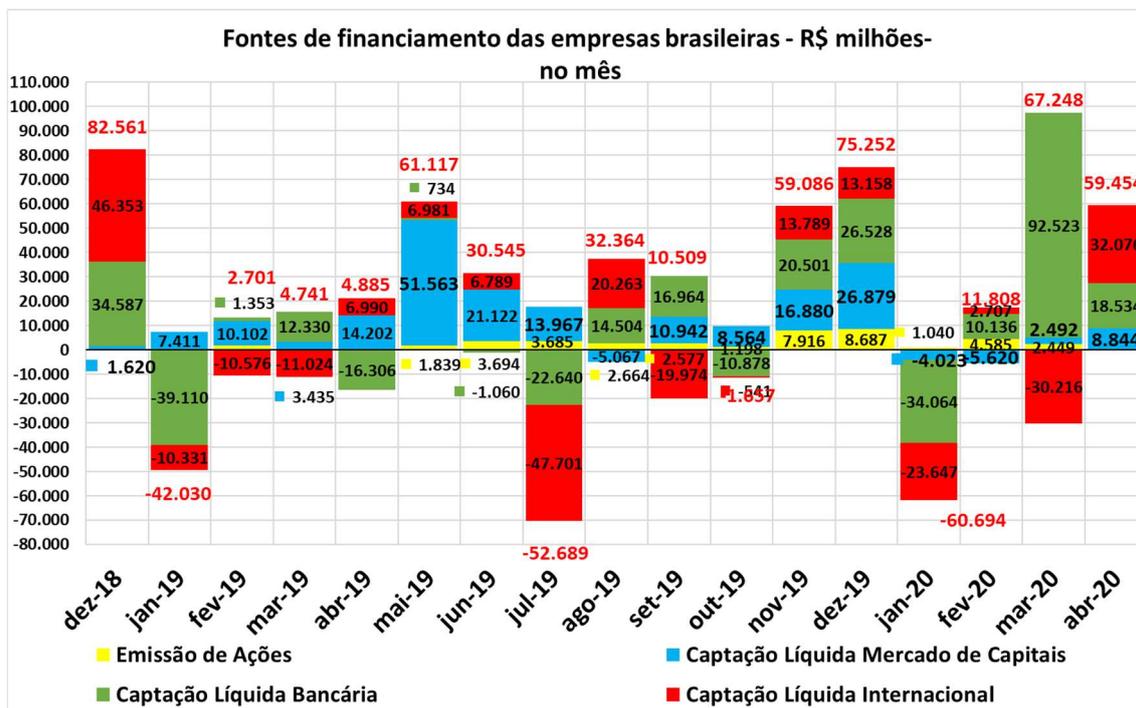
O aumento de R\$ 272,6 bilhões de disponibilidades aplicadas em ativos financeiros pelas empresas em 2020 até maio, indica a geração de um grande excedente de caixa acumulado nesse período, que certamente não tem origem na geração de recursos de suas atividades operacionais, face à forte queda de vendas e de receitas da grande maioria das empresas. A comparação com os últimos cinco meses de 2019 perde significado, levando em conta que se trata de período em que muitas empresas investem maior parcela de recursos na acumulação de estoques visando as vendas de fim de ano.

Os dados mostram que esse aumento de disponibilidades tem origem principalmente no crescimento de operações de crédito bancário resultante das ações emergenciais do BACEN visando o aumento de liquidez para enfrentar os efeitos da pandemia. É interessante observar que o salto do volume de crédito contratado pelas empresas ocorre ainda em março, já no início de vigência daquelas medidas, antes da queda acentuada de vendas que ocorreu a partir de abril, indicando um movimento de antecipação das empresas, preparando-se para enfrentar o agravamento da crise. Esse aumento de liquidez aparece nos balanços consolidados da amostra

de empresas do Cemic-Fipe do primeiro trimestre de 2020¹⁷, que mostram um aumento de disponibilidades de R\$ 105,4 bilhões entre dezembro e 2019 e março de 2020, ao mesmo tempo em que o saldo de operações de dívida no mercado doméstico aumenta quase R\$ 150 bilhões nesse mesmo período.

O **Gráfico 03** evidencia a magnitude desse movimento de antecipação da captação de recursos de crédito por parte das empresas no mês de março, que entretanto perde importância em abril, quando ocorre aumento líquido de recursos obtidos no mercado externo. A captação líquida de recursos de crédito bancário em março de 2020, de quase R\$ 100 bilhões (R\$ 92,5 bilhões) é mais de sete vezes maior que a observada em março de 2019, de apenas R\$ 12,3 bilhões. A captação líquida total de recursos de dívida e ações por parte das empresas em março e abril de 2020 atinge R\$ 126,7 bilhões, número que se compara com o observado nesses dois meses em 2019, de apenas R\$ 9,6 bilhões, demonstrando o significativo movimento adotado pelas empresas visando o aumento de liquidez¹⁸.

GRÁFICO 03

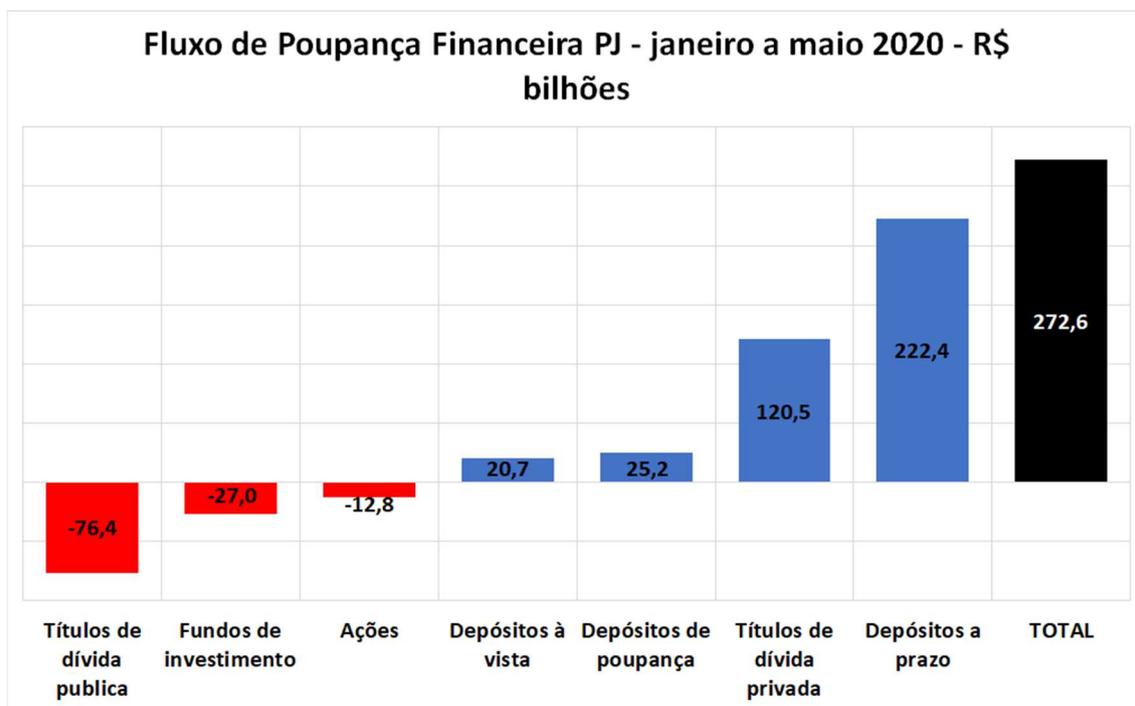


¹⁷ Inclui todas as empresas não financeiras de capital aberto e uma amostra das maiores empresas fechadas.

¹⁸ Os dados de aumento do saldo de crédito bancário do BACEN mostram que cerca de 90% do aumento do saldo de crédito para empresas foi emprestado para empresas grandes (ROL > R\$ 300 milhões).

O **Gráfico 04** demonstra a alocação do excedente de caixa das empresas nas várias alternativas de aplicação financeira no mercado doméstico.

GRÁFICO 04



Fonte: Cemec-Fipe

Em 2020 as empresas aplicaram um total de R\$ 388,8 bilhões de reais em ativos financeiros, dos quais R\$ 116,2 bilhões são provenientes de desinvestimentos em: títulos de dívida pública (-R\$ 76,4 bilhões), fundos de investimento (-R\$ 27,0 bilhões) e ações (R\$ 12,8 bilhões) e R\$ 272,6 bilhões correspondem ao aumento líquido de suas aplicações em ativos financeiros.

Nesse período, as empresas reforçaram os movimentos de ajuste de carteira já observados em 2019, ao reduzir suas aplicações em ações, títulos de dívida pública e fundos de investimento e aumentar a parcela alocada em depósitos a prazo e títulos de dívida privada. Em 2019, R\$ 27,8 bilhões, cerca de 57% das aplicações de R\$ 49,5 bilhões, foram alocados em depósitos a prazo, percentual esse que salta para mais de 80% em 2020.

Embora não tenha sido possível discriminar entre títulos de dívida privada de emissão bancária e de empresas não financeiras no total desses títulos de dívida, tudo indica que os papéis de emissão bancária devem representar a maior parcela dos recursos aplicados pelas empresas. São papéis que oferecem menos risco de crédito e maior liquidez em comparação com os títulos

de dívida corporativa. Se essa hipótese for correta, as empresas teriam destinado R\$ 342,9 bilhões para ativos de emissão bancária, na forma de depósitos bancários e seus títulos de dívida, o que representa 88% de suas novas aplicações totais de R\$ 388,8 bilhões.

Nessas condições, é razoável supor que as empresas têm buscado uma combinação de risco, retorno e liquidez mais adequada para seus recursos financeiros. A alocação de recursos feita em 2020 tem dado preferência a ativos de maior liquidez, menos risco de crédito e de mercado, além de oferecer a expectativa de maior rentabilidade. Por exemplo, a redução de recursos alocados em ações e fundos de investimento permite reduzir o risco de mercado, ao mesmo tempo em que aplicações em depósitos a prazo e provavelmente títulos de dívida bancária podem oferecer rentabilidade maior, sem perda significativa de liquidez.

5. Efeitos potenciais do aumento de poupança até maio nos próximos meses

É interessante fazer algumas considerações sobre os efeitos potenciais de aumento da taxa de poupança financeira de famílias e empresas sobre o cenário econômico e financeiro dos próximos meses.

iii. Demanda de consumo:

Existem indicações de que parcela considerável desse excedente de poupança financeira das famílias deverá ser usado para reforçar a demanda de consumo nos próximos meses. Não obstante a queda do nível de renda e a elevação das taxas de desemprego devam ter impacto negativo sobre a demanda, pesquisa de intenção de consumo¹⁹ mostra que 72% das pessoas bancarizadas pretendem manter (53%) ou aumentar (27%) seu consumo em relação ao período pré-pandemia. Nessas condições, a queda da demanda de consumo nos próximos meses provavelmente será menor que a expectativa baseada somente na redução da renda das famílias nesse período.

iv. Situação financeira das empresas

No caso das empresas, o aumento de aplicações financeiras líquidas foi significativo até maio. Muito embora seja previsível a continuidade de um padrão de vendas e de geração de caixa inferiores aos observados em 2019, é importante registrar que o aumento volume de crédito bancário já realizado é ainda muito menor que o potencial estimado das medidas emergenciais postas em prática pelo BACEN. Nessas condições, há indicações de que haverá oferta de crédito suficiente para atender às necessidades

¹⁹ Pesquisa da Febraban citada também no Destaque Depec-Bradesco de 29/07/2020.

de recursos das empresas, pelo menos das empresas de maior porte. Apesar da adoção de vários programas de crédito para as micro, pequenas e médias empresas (MPME) os dados mostram que grande número dessas empresas tem enfrentado grandes dificuldades financeiras e de acesso a recursos de crédito. Novos programas tem sido adotados visando mitigar os tradicionais problemas de assimetria de informações e de garantias desse segmento de empresas, cujos resultados podem ser mais favoráveis.

ANEXO 01

FONTES DE DADOS

1. Ações PF e PJ pela movimentação Bovespa, outros por diferença com o total de outros investidores fonte: B3
2. Fundos de Investimento: PJ corporate e Midle Market; PF Private, Varejo Alta Renda, Varejo, Fundos de Investimento e Outros; outros por diferença Fonte: Anbima
3. Títulos Dívida Pública fonte: Bacen
4. Depósitos de Poupança: Relatórios de Varejo e Private da Anbima para PF e PJ pela diferença, outros nulo
5. Depósitos a Prazo fonte: Bacen
6. Depósitos a Vista PF e PJ: proporção de depósitos a vista igual ao observado no total geral
7. Investidores Institucionais: Fundos de Pensão: fonte PREVIC e ABRAPP
8. Seguradoras Fonte: SUSEP; Capitalização Fonte: SUSEP; Fundos de Investimento: ANBIMA
9. Estrangeiros Fonte: CVM
10. Outras Fontes do Modelo de Contas Financeiras: B3, Bacen, Tesouro Nacional, Ministério do Trabalho.

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-Fipe 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 julho de 2020