

## **Nota CEMEC 11/2020**

# **Financiamento das empresas no ano da crise da COVID 19**

**Novembro de 2020**

# Financiamento das empresas no ano da crise da COVID 19

## Sumário

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Sumário executivo e conclusões</b>   | <b>3</b>  |
| <b>2. Crédito de Recursos Livres e Mercado de Capitais Lideram a Captação Líquida de Recursos das Empresas em 2020</b> | <b>5</b>  |
| 2.1 CAPTAÇÃO LÍQUIDA DE RECURSOS   | 5         |
| 2.2 CAPTAÇÃO LÍQUIDA DE RECURSOS DAS EMPRESAS POR FONTE ATÉ AGOSTO DE 2020   | 6         |
| <b>3. Fontes de financiamento e a taxa de juros por fonte de recursos</b>  | <b>12</b> |
| 3.1 FONTES DO MERCADO DOMÉSTICO  | 12        |
| 3.2 FONTES DO MERCADO INTERNACIONAL E O DIFERENCIAL DE JUROS   | 14        |
| <b>4. Medidas Emergenciais de Crédito para MPME Funcionam a partir de Julho</b>  | <b>19</b> |
| <b>5. Mudanças da composição do exigível financeiro DAS EMPRESAS</b>   | <b>23</b> |
| <b>6. Alocação de recursos pelo mercado</b>  | <b>28</b> |
| 6.1 CRÉDITO DIRECIONADO E CRÉDITO DE RECURSOS LIVRES   | 28        |
| 6.2 CRÉDITO BANCÁRIO, MERCADO DE CAPITAIS E RECURSOS ALOCADOS PELO MERCADO   | 28        |

## **1. SUMÁRIO EXECUTIVO E CONCLUSÕES**

Esta Nota retorna ao tema da Nota CEMEC 08/2020<sup>1</sup>, com o objetivo de analisar o impacto da crise do COVID 19 e das medidas emergenciais de ampliação da liquidez adotadas pelo BACEN sobre as condições de financiamento das empresas brasileiras atualizadas até o mês de agosto de 2020.

### **1.1 Mudanças da captação líquida de recursos por fonte<sup>2</sup>:**

- a. As medidas emergenciais do BACEN tem grande impacto no aumento dos recursos líquidos captados pelas empresas ; a captação líquida total de recursos das empresas brasileiras em todas as fontes do mercado doméstico e externo nos 12 meses terminados em agosto de 2020<sup>3</sup>, atinge R\$ 325,8 bilhões, valor 76% superior aos R\$ 184,8 bilhões do ano de 2019, alavancados pelo aumento de 137% da captação líquida de crédito de recursos livres que atinge R\$ 216,7 bilhões contra apenas R\$ 91,3 bilhões de em 2019;
- b. A queda da taxa de juros e do custo de capital próprio abriu espaço para colocação de R\$ 52,8 bilhões de emissões primárias de ações, no ano terminado em agosto de 2020, com aumento de 54,8% em relação a 2019, enquanto que emissão de títulos de dívida tem redução e o setor externo mantém captação líquida negativa

### **1.2 Crédito para MPME reage a partir de julho de 2020**

A partir de julho as novas configurações dos programas emergenciais para as MPME passam a funcionar: o saldo de crédito desse segmento de empresas cresce 28,1% em 12 meses, maior que os 12,6% das grandes e o valor da captação líquida atinja R\$ 148,1

---

<sup>1</sup> Nota CEMEC 08/2020 – Financiamento das empresas na crise do COVID 19

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

bilhões no 122 meses encerrados em agosto de 2020, equivalente ao triplo do observado em 2019 e superior à captação líquida das grandes de R\$ 113,4 bilhões.

### **1.3 Fontes de financiamento e taxas de juros**

a. Não obstante existam indicações de que o forte aumento do volume de emissões de títulos de dívida a partir de 2017 resulta da queda das taxas de juros desses papéis, que inclusive lideraram a redução das taxas de juros das demais fontes do mercado de empresas de maior porte, questões de liquidez e aumento dos spreads no início de 2020 fizeram com que essa fonte de recursos perca espaço neste ano em favor do crédito bancário;

b. A captação líquida de recursos externos apresenta valores negativos nos 12 meses encerrados em agosto de 2020; as operações de crédito e de emissão de títulos de dívida mercado externo mostram correlação com o diferencial de taxas de juros domésticas e internacionais, enquanto que os empréstimos intercompanhias estão ligadas aparentemente a outros fatores.

### **1.4 Composição do exigível financeiro das empresas não financeiras**

a. Em agosto de 2020 a dívida financeira total das empresas brasileira atinge 60,1% do PIB, com salto de 9,3p.p. em relação a 201, e atingindo o maior percentual da série do CEMEC Fipe iniciada no ano 2000 quando esse coeficiente era de apenas 34,9% do PIB ;

b. O aumento de 6,6p.p. do PIB da dívida em moeda estrangeira responde por 70% desse aumento, se deve exclusivamente ao aumento da taxa de câmbio, não representa entrada de recursos novos nas empresas, de vez que sua divisa externa total tem queda de 2% entre dezembro de 2019 e agosto de 2020.

### **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 36,6% em agosto 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 75,8% em agosto de 2020, porcentual que se compara com 61,4% em dezembro de 2016.

## **2. Crédito de Recursos Livres e Mercado de Capitais Lideram a Captação Líquida de Recursos das Empresas em 2020**

### **2.1 Captação Líquida de Recursos**

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. É o resultado líquido de captação, resgate e capitalização de juros das operações de dívida existentes.

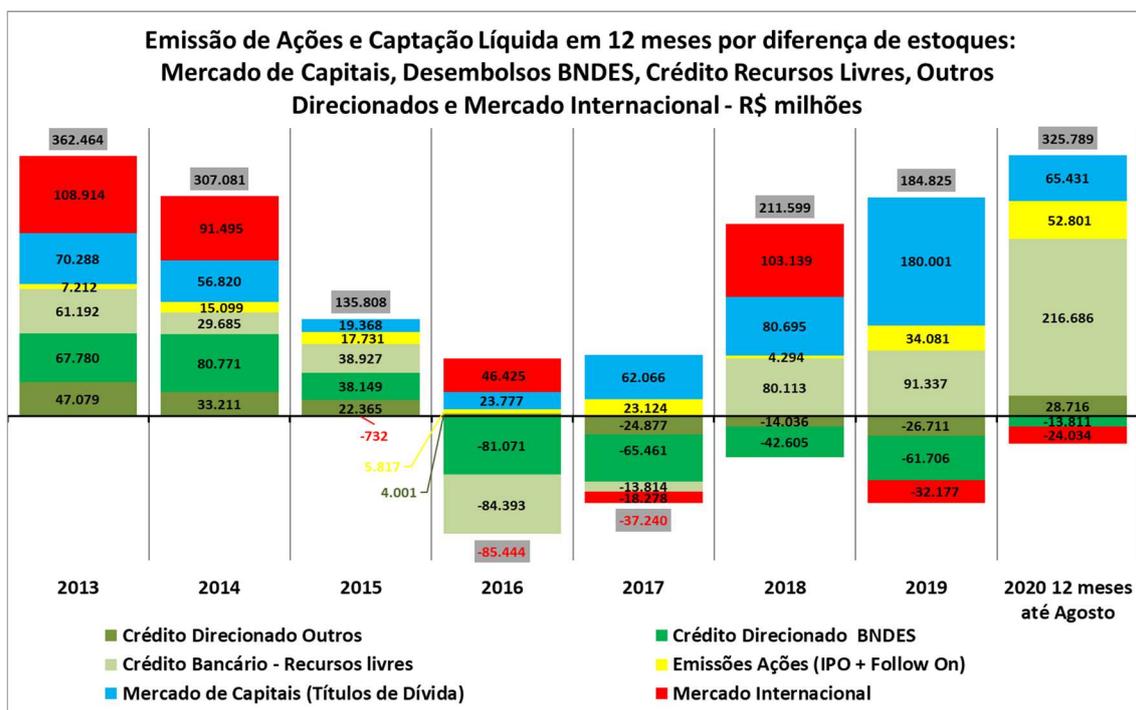
A apuração do valor em reais da captação líquida de recursos provenientes de operações de mercado internacional parte da variação do saldo mensal da dívida externa em moeda estrangeira, que depois é convertida em reais pela taxa de câmbio final desse mês. O objetivo desse procedimento é distinguir a 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 necessariamente 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.

## 2.2 Captação líquida de recursos das empresas por fonte até agosto de 2020

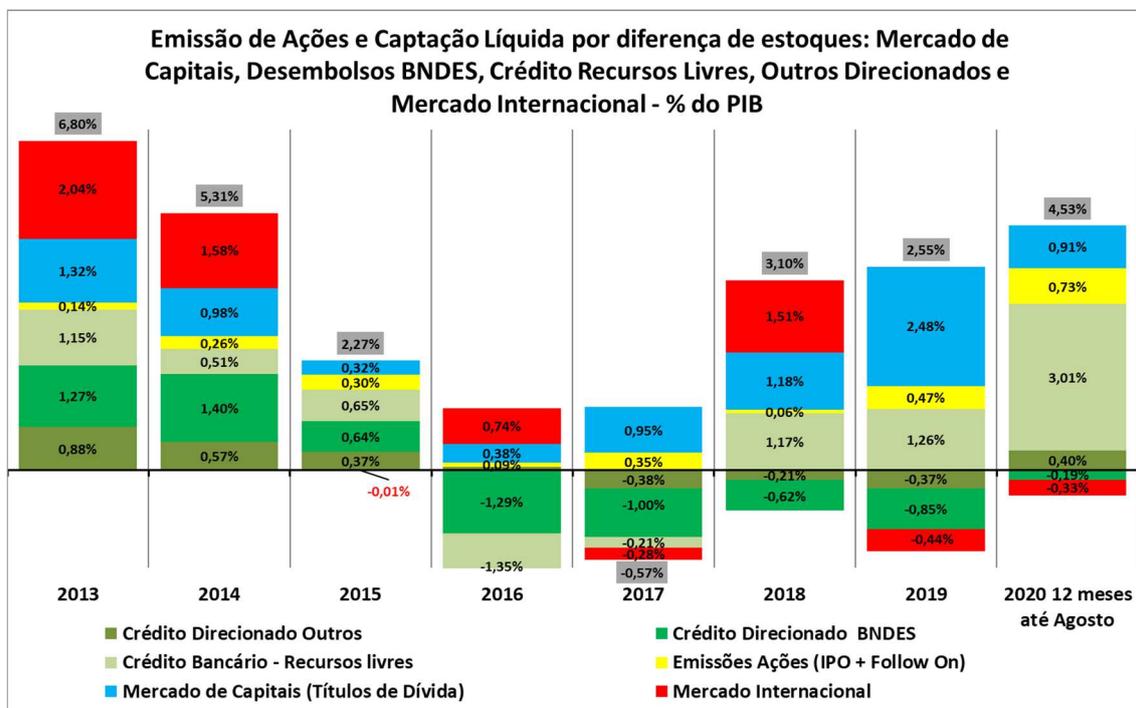
O **Gráfico 01** mostra o volume dos fluxos de captação líquida de recursos no mercado de todas as empresas brasileiras, por fonte, de 2013 até o ano terminado em agosto de 2020.

**GRÁFICO 01**



Dado o forte impacto da crise da COVID 19 sobre o PIB, é importante verificar seus efeitos sobre as condições de financiamento da produção, com base na evolução do o indicador calculado pela relação entre o volume de recursos líquidos captados pelas empresas e o PIB de cada período, reproduzida no **Gráfico 02**.

**GRÁFICO 02**



As principais observações são as seguintes:

**a. Captação líquida aumenta 76% em 2020**

No ano terminado em agosto de 2020 as empresas tiveram condições de captar no mercado cerca de R\$ 325,8 bilhões, valor 76% maior que o observado em 2019, ao mesmo tempo em que esse fluxo saltou de 2,55% para 4,53% do PIB. Esses números indicam que no seu conjunto as empresas brasileiras tiveram condições muito favoráveis de acesso a recursos de financiamento para compensar a queda de vendas e geração de caixa resultantes da queda de demanda, com acesso a recursos mais que suficientes para compensar o resgate líquido de operações de crédito direcionado (R\$ 13,8 bilhões) de crédito do BNDES e de recursos externos (R\$ 24,0 bilhões).

**b. Medidas emergenciais de crédito e liquidez são eficazes:**

O principal componente desse aumento de recursos foi o salto de 137% do fluxo de crédito de recursos livres, de R\$ 91,3 e 2019 para R\$ 216,7 bilhões no ano terminado em agosto de 2020, resultado que demonstra a eficácia das medidas emergenciais de ampliação da liquidez e do crédito adotadas pelo BACEN desde

meados de março. Como evidenciado em outros trabalhos do CEMEC Fipe, essas medidas permitiram que as empresas<sup>4</sup> antecipar medidas de reforço de caixa para enfrentar a perda de receita gerada pela crise.

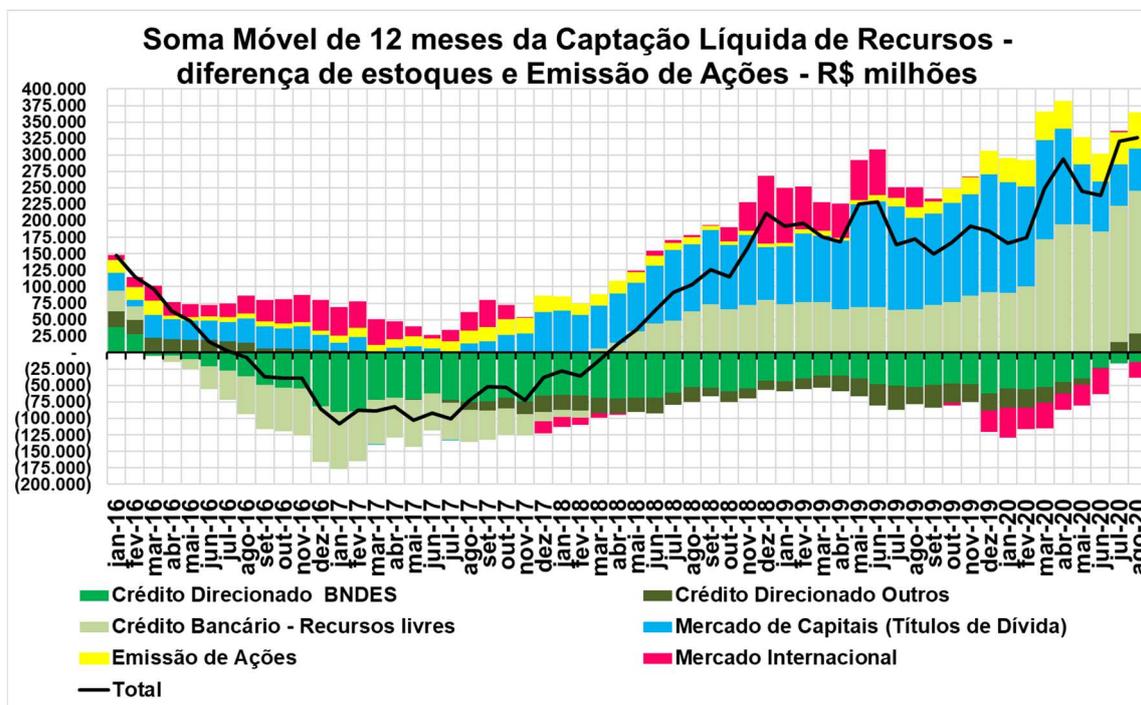
- c. **Mercado de capitais:** A migração de investidores domésticos de aplicações em renda fixa para ações abriu espaço para o aumento de 54,8% de emissões primárias no ano terminado em agosto de 2020 em relação a 2019, , atingindo R\$ 52,8 bilhões; o mercado de dívida corporativa enfrentou os primeiros meses do forte uma pressão de resgate e elevação de spreads num mercado secundário de baixa liquidez; nesse contexto e face à maior disponibilidade de crédito bancário a custos relativamente baixos para empresas de maior porte com acesso ao mercado de capitais, as emissões primárias de dívida caem 64%, de R\$ 180,0 para apenas R\$ 65,4 bilhões no ano encerrado em agosto de 2020.
- d. **Crédito direcionado e mercado internacional:** A variação negativa do valor da captação líquida de crédito direcionado do BNDES de (-) R\$ 13,8 bilhões) e do mercado internacional (- R\$ 24,0 bilhões) somados representam uma saída de caixa da ordem de R\$ 37,8 bilhões, parcialmente compensados por uma captação líquida positiva de outras fontes de crédito direcionado como é o caso de crédito habitacional e rural.

O **Gráfico 03** permite acompanhar a soma móvel mensal de 12 meses da captação líquida por fonte de recursos a partir do início de 2016. Chama a atenção a mudança observada no valor da captação de recursos do mercado internacional por parte das empresas, que apresentava valores positivos e significativos nos períodos anuais terminados desde fins de 2018 até meados de 2019, mas desaparece daí por diante até assumir valores negativos significativos a partir de dezembro de 2019. Em períodos móveis de 12 meses recursos líquidos de crédito de recursos livres e do mercado de capitais na forma de ações e títulos de dívida mais que compensam as saídas para resgate de crédito direcionado do BNDES e de dívida no mercado internacional.

---

<sup>4</sup> Mais adiante verifica-se somente as empresas grandes se beneficiaram do aumento da oferta de crédito desde a adoção das medidas emergenciais do BACEN em março; os recursos de crédito bancário começam a fluir de modo mais significativo para as MPME somente a partir de julho de 2020.

GRÁFICO 03

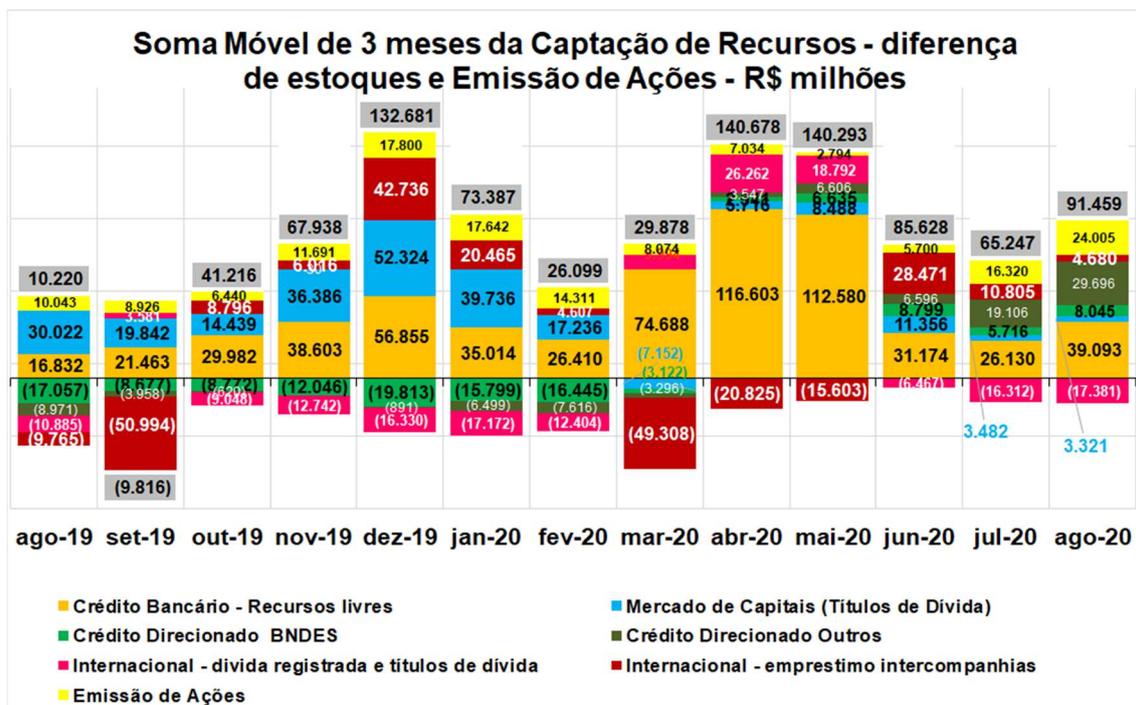


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

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

Esses movimentos ficam muito mais visíveis no **Gráfico 04**, que apresenta a evolução da captação líquida de recursos em trimestres até agosto de 2020.

GRÁFICO 04



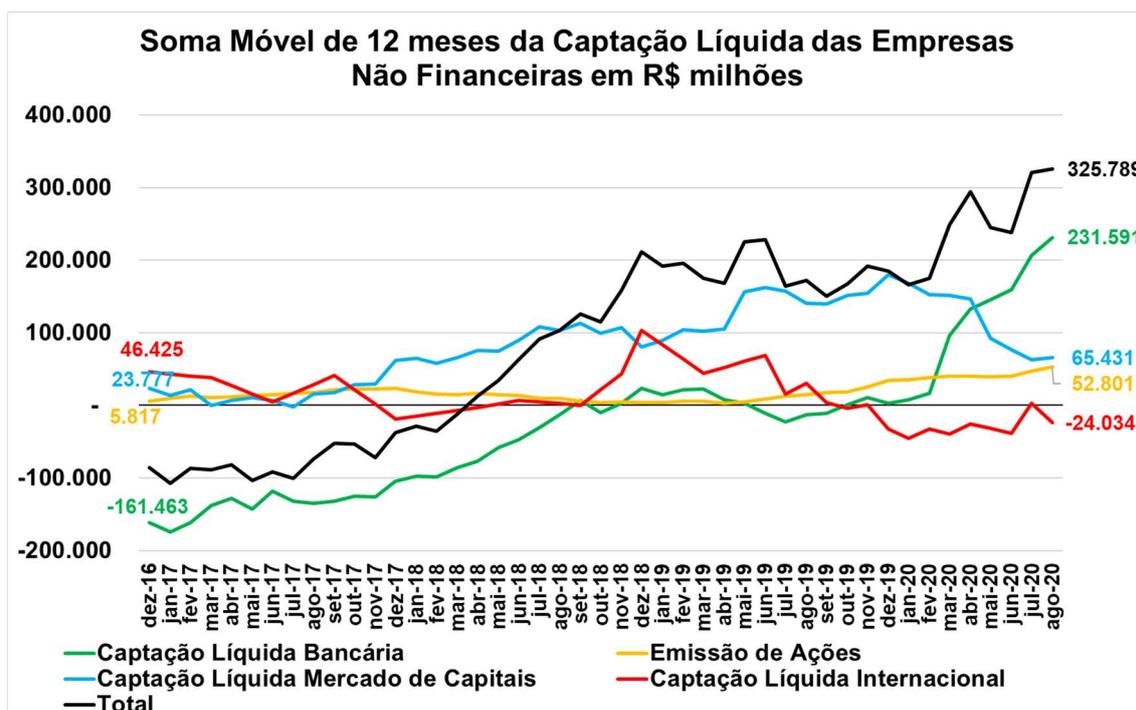
Como se vê, os efeitos das medidas emergenciais adotadas BACEN se refletem na evolução da captação líquida de crédito de recursos livres por parte das empresas concentrada nos trimestres encerrados em março, abril e maio de 2020.

É notável a volatilidade dos fluxos de recursos externos, sem demonstrar correlação aparente no curto prazo com taxas de juros e taxas de câmbio. Por exemplo, em 2020, a captação líquida de empréstimos intercompanhias tem grande valor negativo no primeiro trimestre, de quase R\$ 50 bilhões, revertendo para valores positivos nos trimestres encerrados a partir de junho. Naquele mesmo período as operações de dívida registrada e colocação líquida de *bonds* tem correlação perfeitamente negativa com os empréstimos intercompanhias, com variações positivas quando as primeiras estão em queda e vice versa.

Em períodos móveis trimestrais é mais fácil observar o período de forte redução da emissão de dívida no mercado de capitais, que se acentua no trimestre encerrado em fevereiro e se acentua até atingir valor negativo no trimestre encerrado em março. Mais adiante verifica-se acentuado aumento dos prêmios de risco nesse período.

O **Gráfico 05**, facilita a visualização das principais tendências das fontes de captação líquida de recursos por parte das empresas. Depois da relativa estabilização do valor de captação líquida total de recursos das empresas em períodos de 12 meses desde fins de 2018 até fevereiro de 2020, em torno de R\$ 200 bilhões, segue-se um salto de mais de 60% para R\$ 325,8 bilhões. Esse crescimento resulta do aumento de recursos líquidos obtidos de crédito de recursos livres induzido pelas ações emergenciais do BACEN, mais que compensando os resultados negativos das demais fontes.

GRÁFICO 05



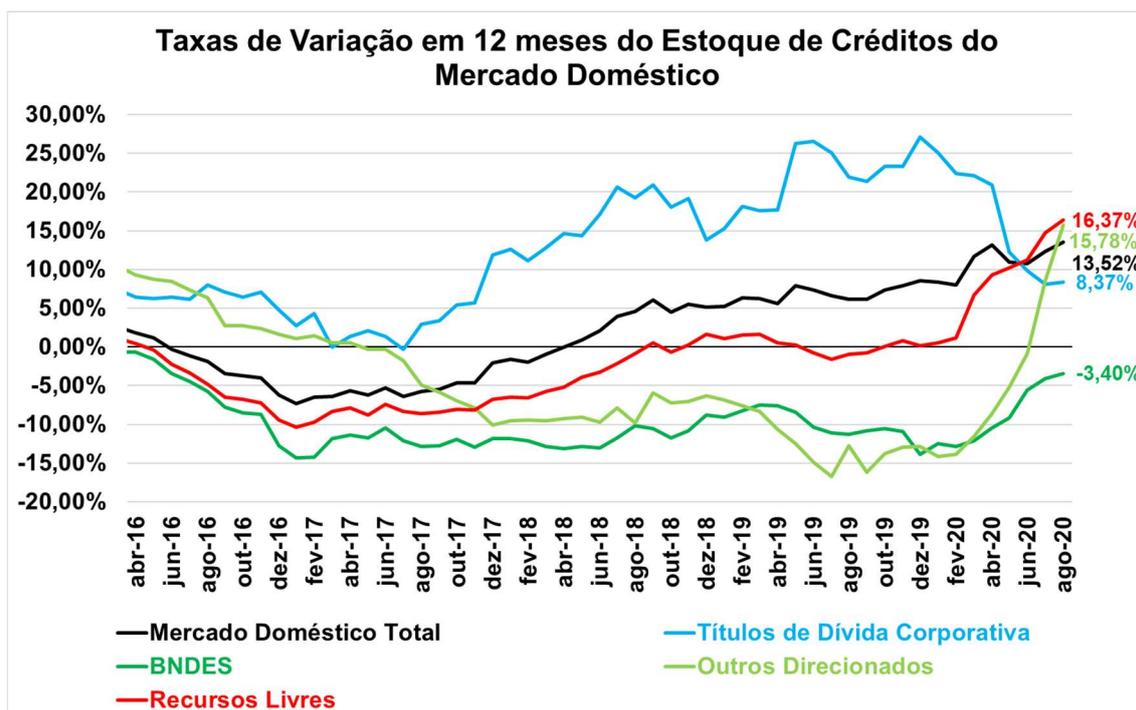
### 3. FONTES DE FINANCIAMENTO E A TAXA DE JUROS POR FONTE DE RECURSOS

#### 3.1 Fontes do Mercado Doméstico

Como seria de se esperar, existem algumas indicações de que nas suas decisões de captação de recursos de dívida por fonte de recursos, além de outras condições de acesso e de mercado, as empresas levam em conta também o custo financeiro de cada alternativa.

O **Gráfico 06**, mostra a evolução das taxas de variação em 12 meses dos saldos das operações de dívida por fonte de recursos como resultado dos movimentos de captação líquida analisada anteriormente.

GRÁFICO 05

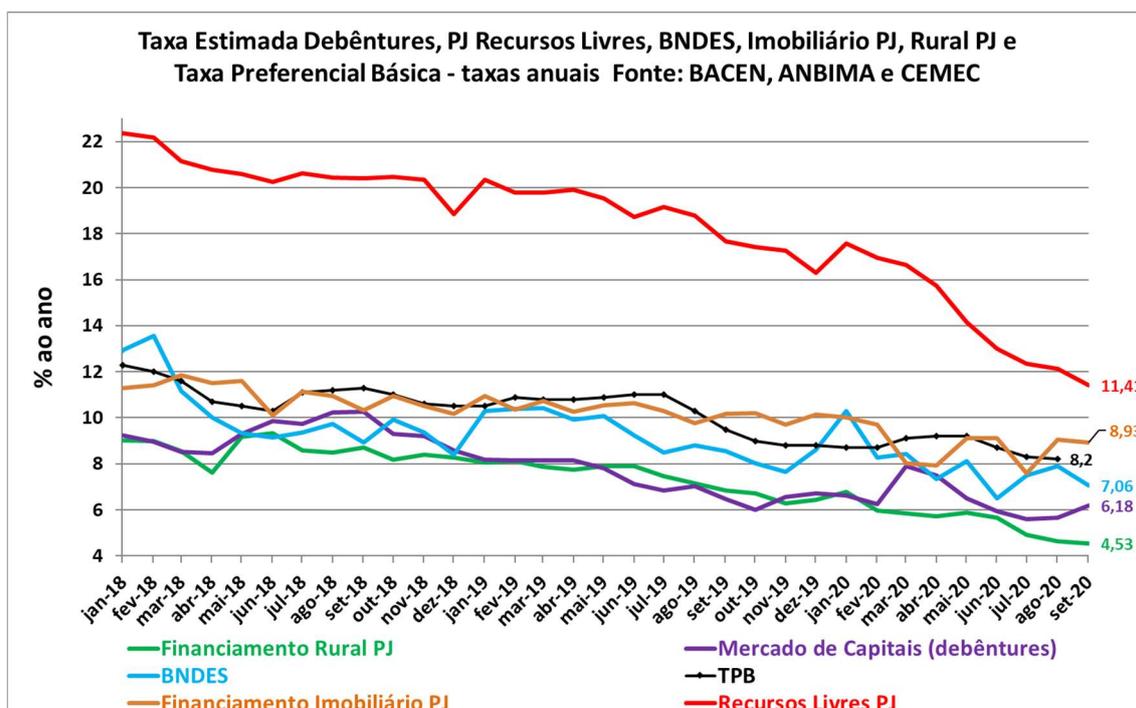


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

Além da redução de oferta de recursos com taxas subsidiadas do BNDES, o principal fator que tem induzido as empresas a aumentar a participação da captação de recursos no mercado de dívida corporativa é a forte redução do seu custo financeiro em relação às alternativas existentes. Como se vê no **Gráfico 07**, as taxas de juros das debentures, que



GRÁFICO 07



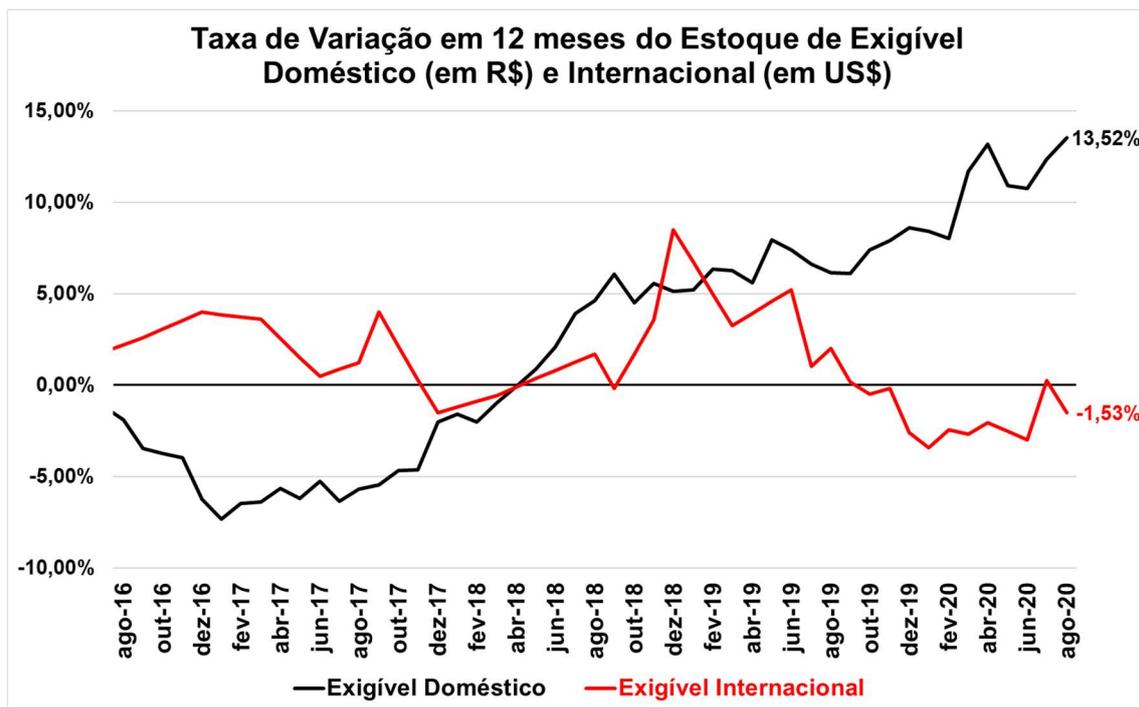
### 3.2 FONTES DO MERCADO INTERNACIONAL E O DIFERENCIAL DE JUROS

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

Como se vê no **Gráfico 08**, 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 e crescimento acentuado do saldo recursos domésticos, especialmente a partir de março.

**GRÁFICO 08**

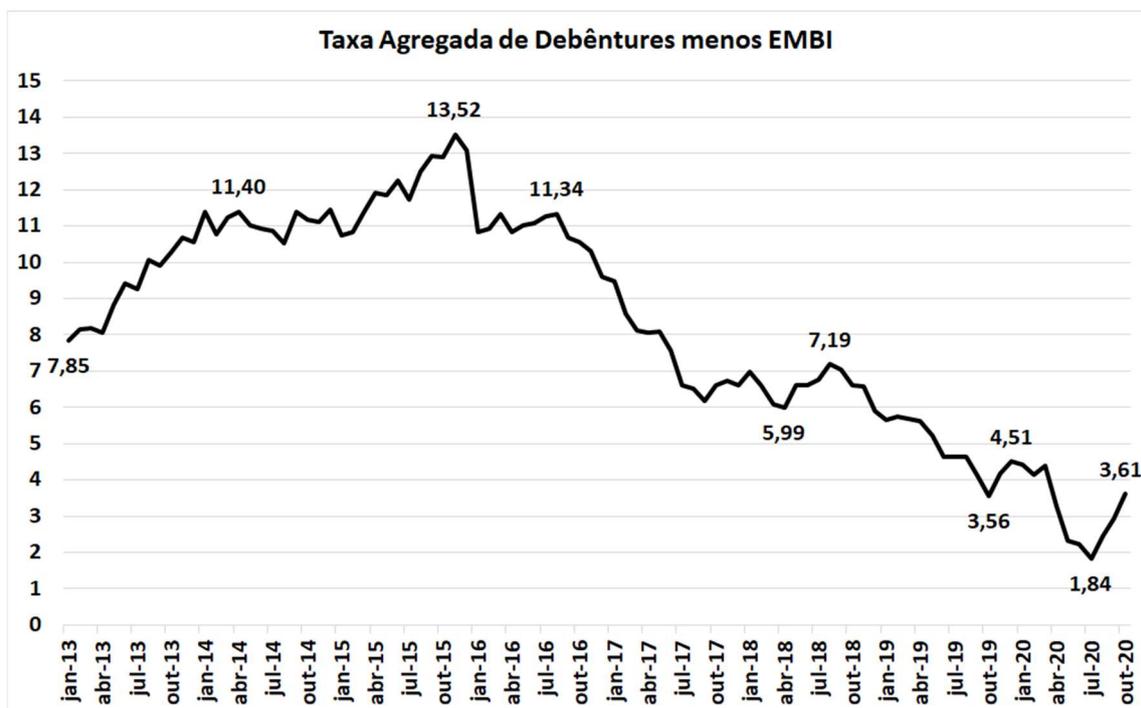


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

Em cada momento, condições do mercado financeiro internacional e vários fatores são levados em conta pelas empresas em suas decisões de financiamento, aí incluídas suas expectativas futuras de juros e taxas de câmbio, Na Nota CEMEC 06/2020<sup>5</sup> foi feita uma comparação entre os prêmios de risco da dívida soberana, que constituem o piso dos prêmios de risco dos títulos privados no mercado externo, com as taxas médias de juros das debentures, principal título de dívida de médio e longo prazo do mercado doméstico. Como indicado no **Gráfico 09**, existem indicações que a captação de recursos no mercado doméstico foi favorecida pela queda acentuada da diferença entre as taxas de juros das debentures e o risco país, medido pelo EMBI+ calculado pelo J.P.Morgan.

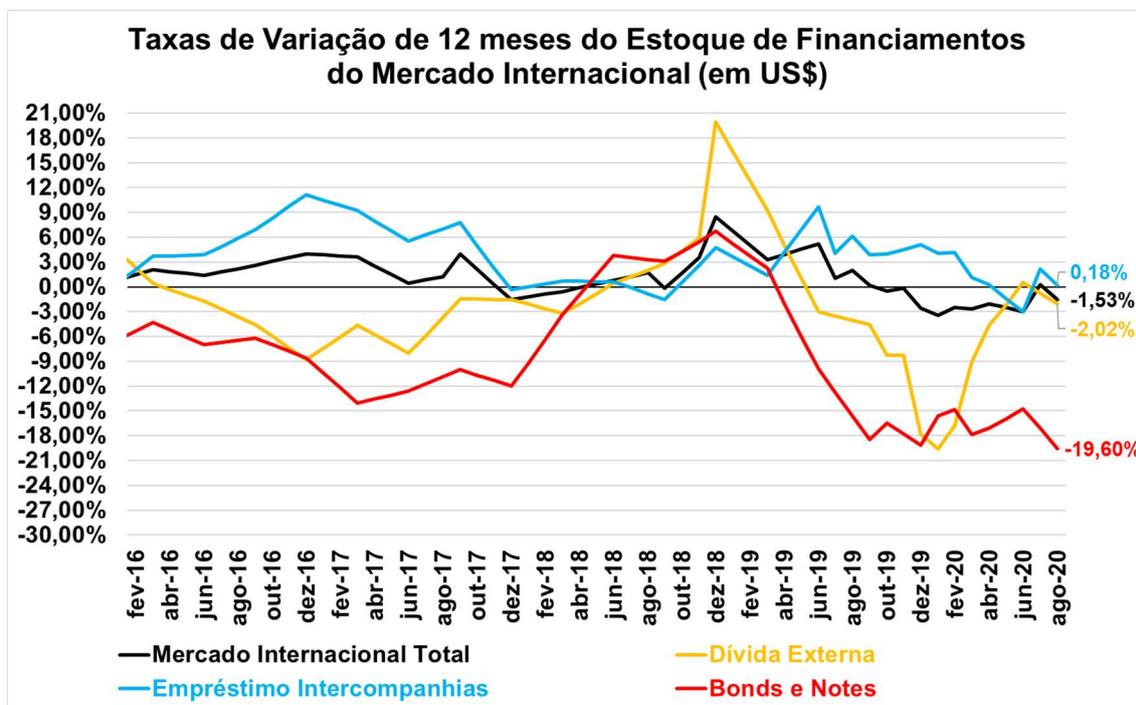
<sup>5</sup> Nota CEMEC 06/2020 – Impacto da crise do COVID 19 no financiamento das empresas

GRÁFICO 09



Os dados apresentados no **Gráfico 10** 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 agosto de 2020.

GRÁFICO 10



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

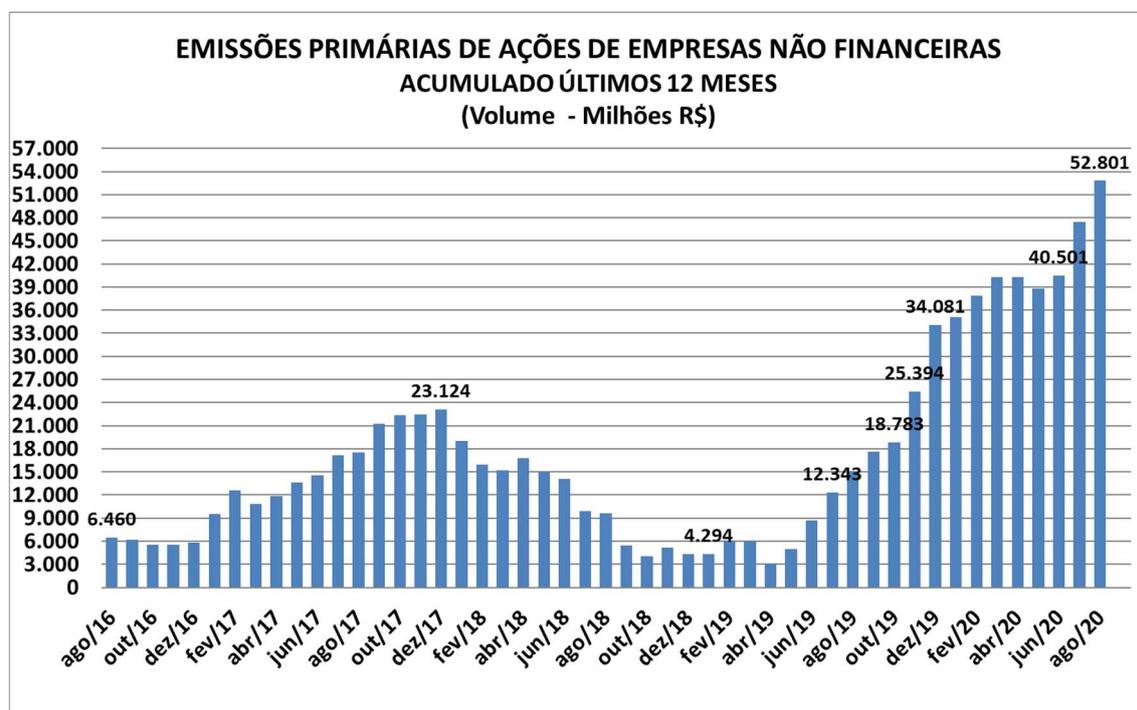
Apesar de sua volatilidade, as taxas de variação dos saldos de empréstimos intercompanhias, realizados entre matriz e filial, não sugerem a existência de correlação significativa com o diferencial de taxas de juros mencionado, pelo menos até o início de 2020, evidenciando queda acentuada somente nos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

Os saldos de dívida registrada e de “*bonds e notes*”, revelam o resultado de negociação em mercado de empréstimos entre as empresas e os bancos internacionais e as condições de colocação de títulos de dívida corporativa no mercado internacional. Nesse caso, existem indicações de que a variação desses saldos é sensível ao diferencial da taxa de juros, que favorece a captação no mercado doméstico.

Por sua vez, a queda da taxa de juros também tem criado ambiente mais favorável à dinamização do mercado de ações. Por um lado, atrai o interesse dos investidores em aplicar seus recursos no mercado de ações na busca de rentabilidade maior que os investimentos em renda fixa, com aceitação de maior nível de risco. Do lado das empresas a redução dos juros induz também uma redução do custo de capital próprio e valorização de suas ações no mercado.

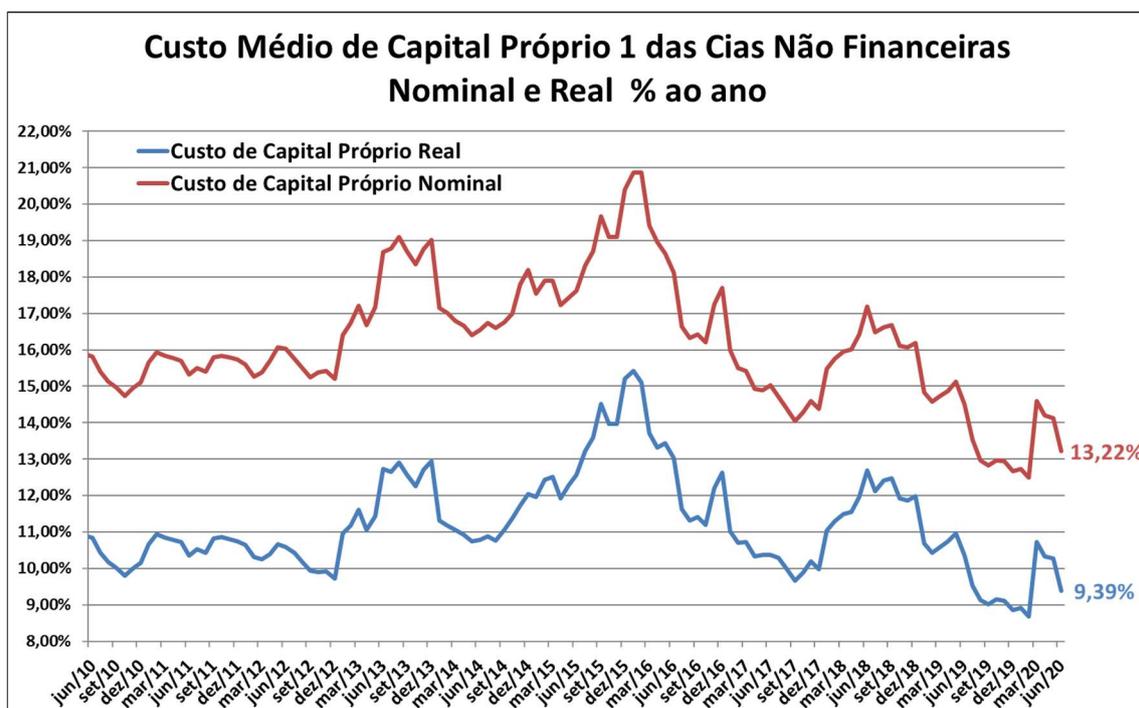
O **Gráfico 11** mostra a forte aceleração do valor acumulado em 12 meses das emissões primárias de ações, especialmente a partir de meados do não de 2019, quando as SELIC se aproximam do seu 2%a,a, e permanecem nesse patamar.

**GRÁFICO 11**



Por sua vez, o **Gráfico 12** mostra a acentuada tendência de redução do custo de capital próprio no mercado de ações da B3, não obstante a elevada volatilidade e a reversão de curto prazo observada no choque da crise da COVID 19.

GRÁFICO 12



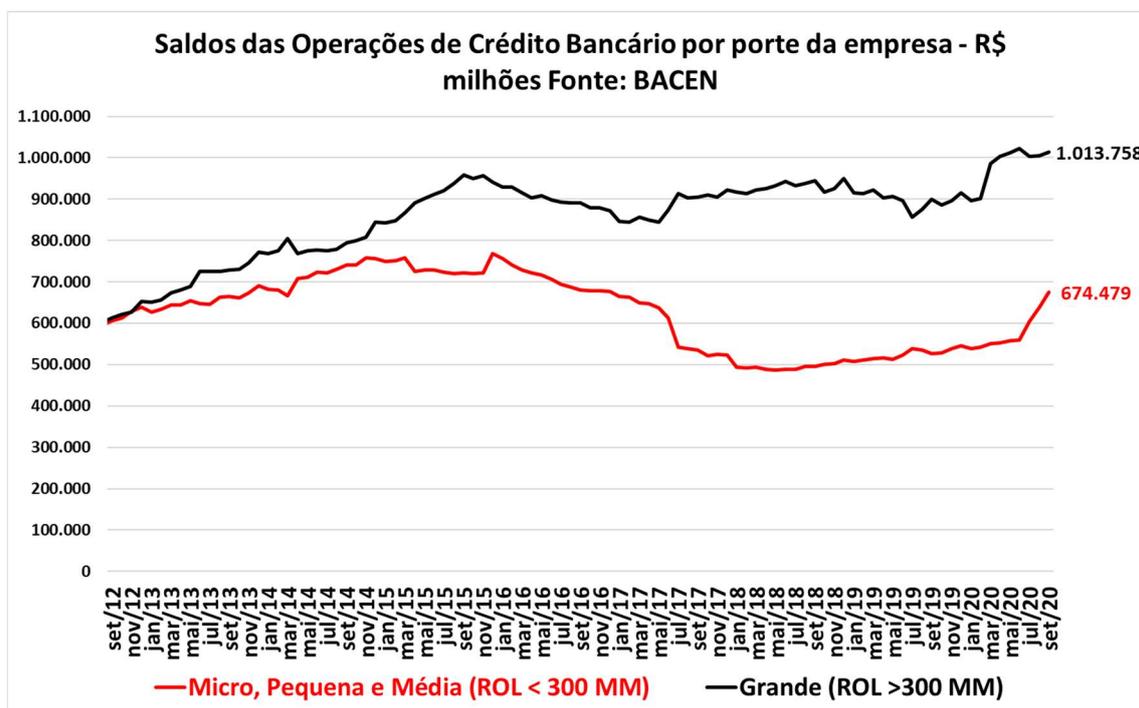
#### 4. Medidas Emergenciais de Crédito para MPME Funcionam a partir de Julho

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. Entretanto nos primeiros meses após sua adoção esse aumento foi direcionado essencialmente às empresas grandes e somente teve efeito significativo para as micro, pequenas e médias empresas (MPME) a partir de julho.

Não obstante essa diferença de desempenho do volume de crédito disponibilizado entre empresas grandes e MPME tenha se manifestado na forma da antecipação de resultados para as empresas grandes, é evidente que a dificuldade de acesso a crédito das MPME é um problema que se agrava pelo menos desde 2012, como se vê no **Gráfico 13**. No início de 2012, os saldos de crédito das MPME (R\$ 577,0 bilhões) e das empresas grandes (R\$ 564,7 bilhões) eram praticamente iguais. Daí por diante, as tendências dos saldos de

crédito desses segmentos de empresas têm comportamento claramente divergente. Depois de oito anos, em setembro de 2020, o saldo de crédito contratado com as MPME atinge apenas R\$ 674,5 bilhões, com crescimento de 17%, que se compara com R\$ 1.013,8 bilhões e crescimento de quase 80-% das empresas grandes.

**GRÁFICO 13**



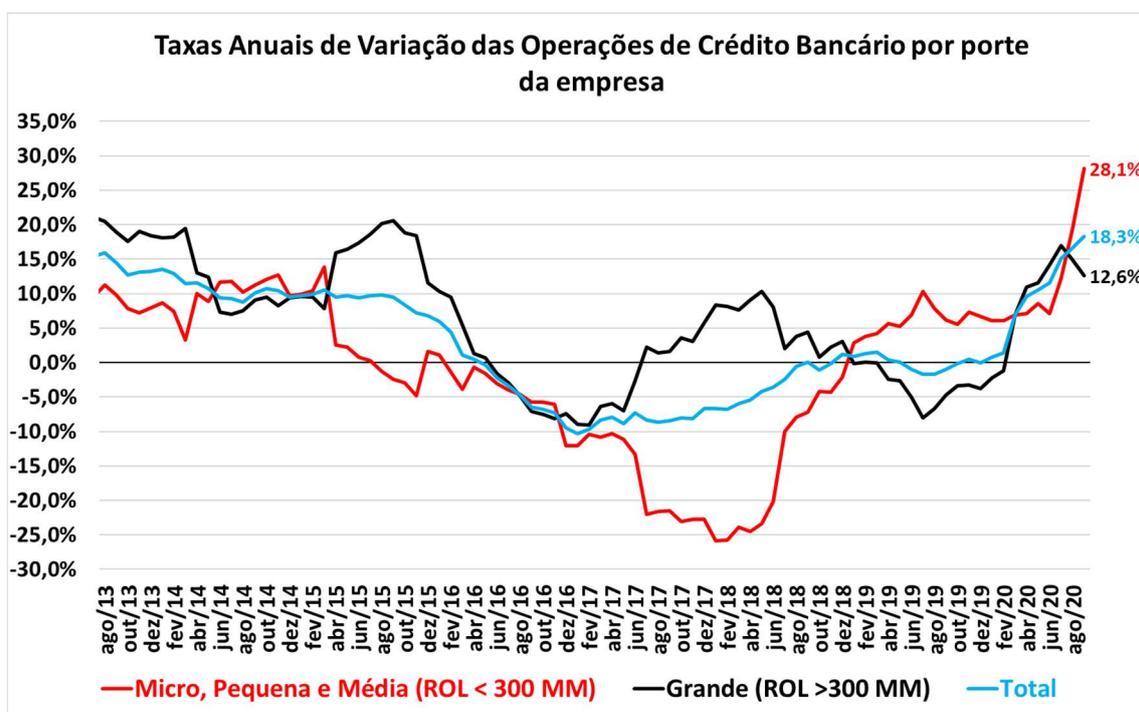
Fonte: Bacen

Esses números mostram que apesar da criação de linhas de crédito específicas para atender as MPME, e que demonstram sua eficácia a partir de julho, o aumento do saldo de crédito bancário observado em 2020 reflete apenas a recuperação do saldo que foi observado em meados de 2016. A participação do saldo de crédito das MPME no total de crédito para empresas caiu de cerca de 50% em 2012 para apenas 40% em setembro de 2020.

O **Gráfico 14** apresenta as diferenças de crescimento mês a mês em períodos de 12 meses móveis do saldo de crédito para MPME e empresas grandes. Fica evidenciada uma clara reversão do crédito para as MPME, que crescia em torno de 10% a.a entre 2013 e início de 2015, para uma queda que atingiu cerca de 26% no início de 2018. Daí por diante,

observa-se uma redução das taxas de queda até reverter para taxas positivas de crescimento, que chegaram a atingir cerca de 10% a.a. em meados de 2019, com novo ciclo de queda ocorre até fevereiro de 2020, para cerca de 6% a.a.. O efeito das políticas emergenciais de expansão do crédito bancário para as MPME aparece a partir de julho, atingindo quando a taxa anual de crescimento do saldo de crédito para as MPME salta para 28,1%. Nesse mesmo período o crescimento do saldo de crédito para as empresas grandes reduz seu crescimento para 12,6%.

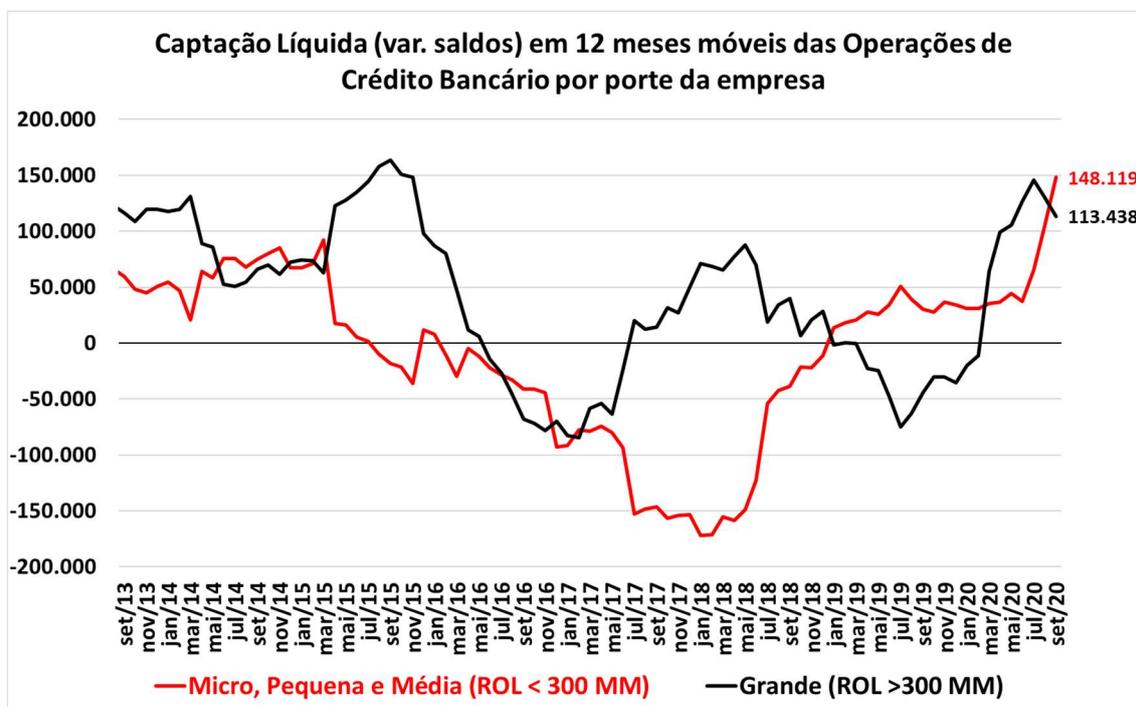
**GRÁFICO 14**



Fonte: Bacen

Esse mesmo desempenho pode ser observado ao calcular o valor da captação líquida de recursos por porte de empresas, apresentada no **Gráfico 15**. No ano terminado em setembro de 2020 a captação líquida de recursos das MPMEs atinge R\$ 148,1 bilhões, valor 30% maior que o captado pelas empresas grandes.

GRÁFICO 15



Fonte: Bacen

A consolidação da experiência bem sucedida de reforço das garantias no crédito para as MPME daqui por diante e a operacionalização das inovações regulatórias lideradas pelo BACEN a partir de agora pode configurar uma perspectiva muito mais favorável para o financiamento desse segmento de empresas já a partir de 2021. Redução da assimetria de informações e do risco de crédito, melhor execução de garantias e digitalização dos processos de concessão de crédito associadas ao reforço da concorrência com a atuação bancos médios e fintechs de crédito no mercado no mercado podem melhorar o acesso das MPME a crédito e reduzir seu custo para essas empresas.

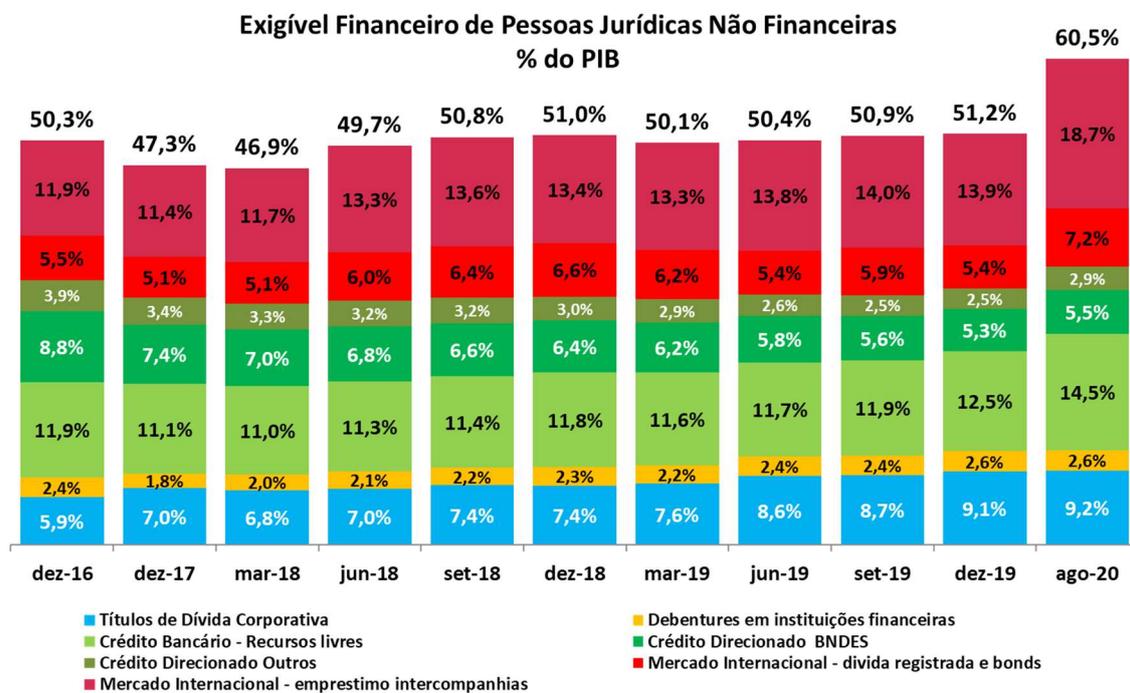
## **5. MUDANÇAS DA COMPOSIÇÃO DO EXIGÍVEL FINANCEIRO DAS EMPRESAS**

Em agosto de 2020, o saldo de dívida financeira todas as empresas brasileiras em relação ao PIB atinge 60,5% , com um salto de 9,3 p.p. em relação a dezembro de 2019, como se vê no **Gráfico 16** . Trata-se do maior coeficiente de dívida das empresas não financeiras brasileiras em relação ao PIB desde 2000, quando seu valor era 34,90% do PIB, ano inicial da série calculada pelo CEMEC. .

Entretanto como se vê no **Gráfico 02**, o aumento do fluxo líquido de captação de recursos por parte das empresas é de apenas de 2,0%p.p. do PIB , que propiciou um reforço do caixa dessas empresas. Cerca de 70% do aumento, ou seja, 6,6 p.p. do PIB, reflete exclusivamente elevação do valor da dívida externa convertida em reais, pelo aumento da taxa de câmbio . Como se mostra mais adiante, o saldo da dívida em moeda estrangeira das empresas cai cerca de 2% % entre dezembro de 2019 e agosto de 2020.

O saldo de operações de dívida no mercado doméstico se eleva em 2.7p.p. do PIB nesse período, resultado esse devido integralmente ao aumento do saldo de crédito de recursos livres, de vez que o saldo das demais fontes manteve praticamente sua participação de dezembro de 2019.

**GRÁFICO 16**

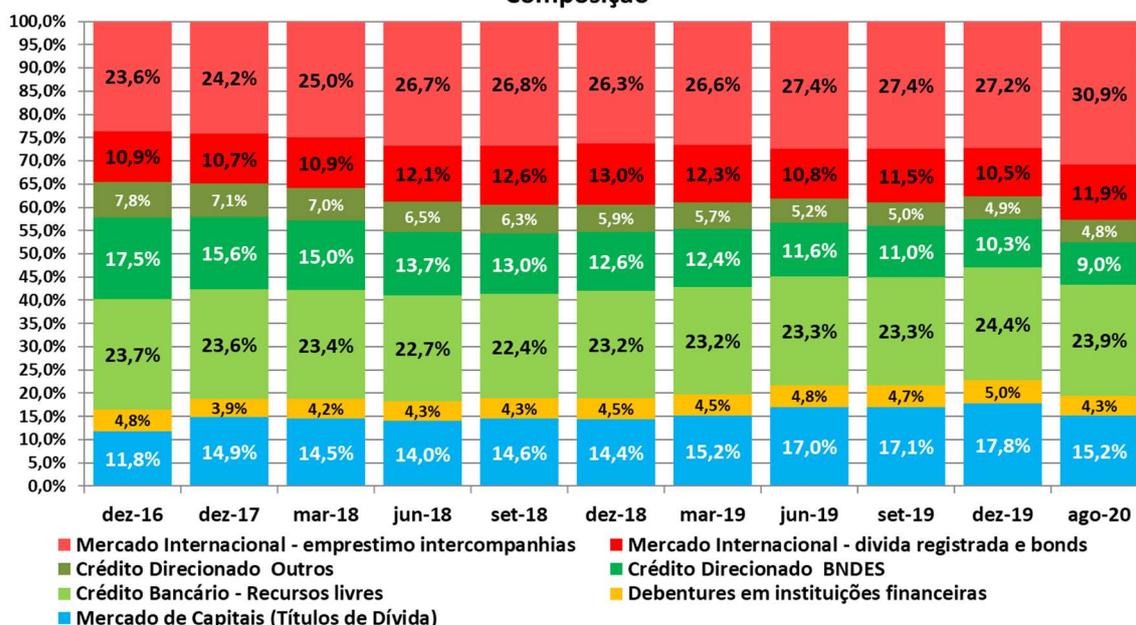


Fonte: Contas Financeiras CEMEC (BACEN, ANBIMA, CVM, B3 e Demonstrativos Financeiros de Entidades Não Financeiras)

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 e especialmente em 2020.

## 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)

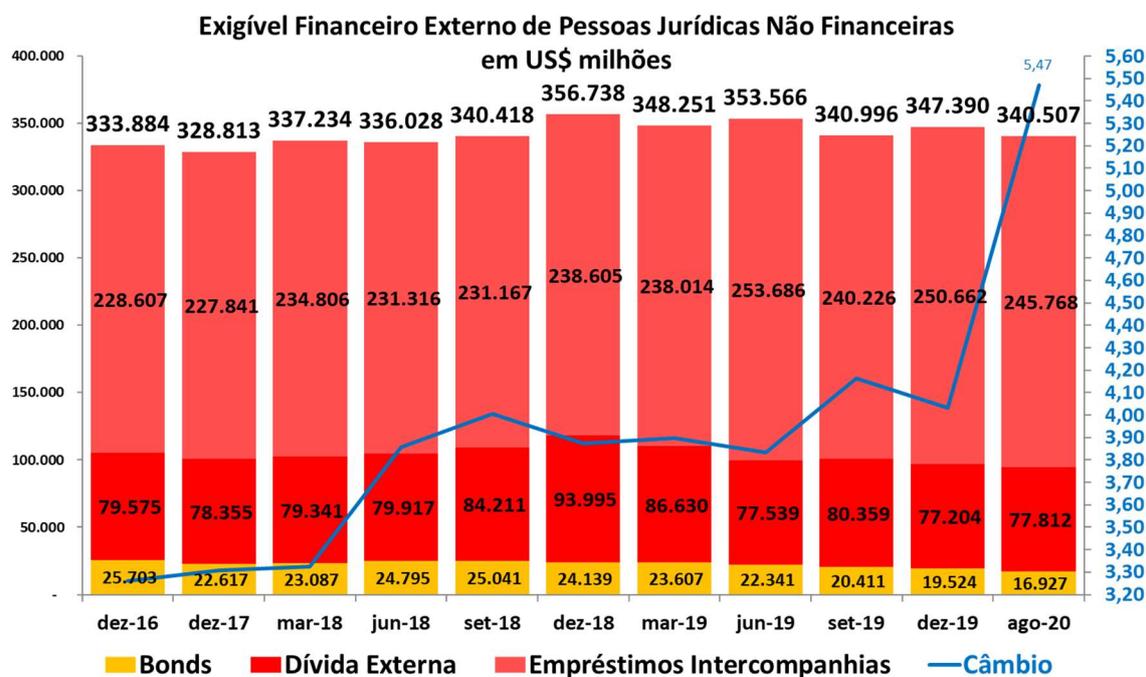
Podem ser destacadas as seguintes observações:

#### a) Recursos externos

A participação do saldo de recursos captados no mercado internacional no exigível financeiro das empresas brasileiras aumenta 5,9p.p., de 37,7% para 42,8% entre dezembro de 2019 e agosto de 2020, sendo 3,7p.p. nos empréstimos inter companhias e 1.4 p. p. nas operações de crédito bancário e títulos de dívida.

Todo esse crescimento da participação do saldo de recursos externos em reais, deve ser atribuída à elevação da taxa de câmbio, não representando, portanto, entrada adicional de recursos, mas apenas aumento do valor da dívida externa convertida em moeda nacional. Como se observa no **Gráfico 18** o saldo de dívida externa total das empresas brasileiras em dólares cai 2,0% entre dezembro de 2019 e agosto de 2020, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio se eleva em cerca de 36% nesse período.

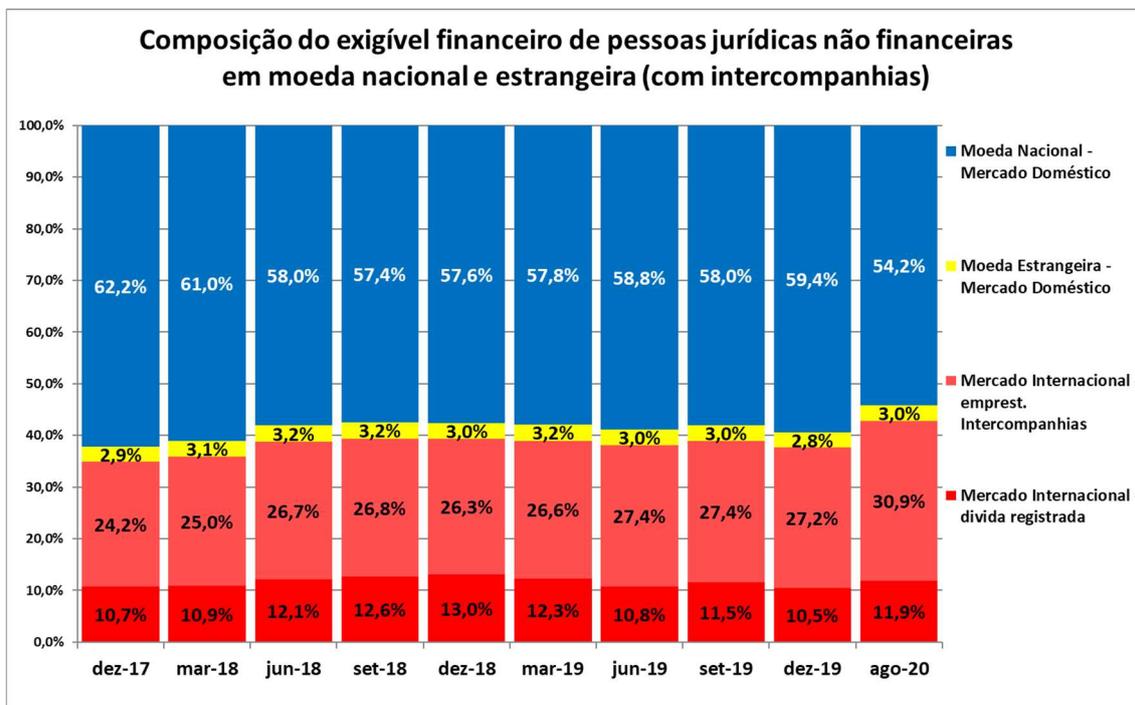
**GRÁFICO 18**



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

Para dimensionar a exposição das empresas brasileiras ao risco cambial, é importante acrescentar ainda considerar ainda a parcela da dívida tomada em moeda nacional mas indexada à taxa de câmbio. Como se vê no **Gráfico 19**, a porcentagem do valor em reais da dívida tomada em moeda estrangeira ou indexada à taxa de câmbio em agosto de 2020 é de 45,8% , quer sae compara com 40-,6% em dezembro de 2019.

**GRÁFICO 19**



### **b. Recursos do mercado doméstico**

Apesar do aumento do crédito bancário de recursos livres, a participação do saldo de recursos de dívida captados no mercado doméstico caiu de 62,3% em dezembro de 2019 para 57,2% em agosto de 2020. Todas as fontes de recursos do mercado doméstico perderam participação na dívida financeira das empresas brasileiras nesse período, em função do impacto da desvalorização cambial nas operações de dívida no mercado internacional.

## 6. ALOCAÇÃO DE RECURSOS PELO MERCADO

### 6.1 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 36,6% em agosto de 2020.

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

| <b>CRÉDITO</b>  | <b>12/2016</b> | <b>08/2020</b> | <b>VARIAÇÃO p.p.</b> |
|-----------------|----------------|----------------|----------------------|
| Direcionado     | 51,6%          | 36,6%          | -15,0 p.p.           |
| Recursos livres | 48,4%          | 63,4%          | +15,0 p.p.           |
| Soma            | 100,0%         | 100,0%         | ----                 |

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

### 6.2 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 75,8% da dívida total no mercado doméstico em agosto de 2020, parcela essa que era de 61,4% em 2016.<sup>6</sup>

**TABELA 02**  
**PARCELA DE RECURSOS DE DÍVIDA ALOCADOS PELO MERCADO**

| <b>FONTE DE RECURSOS</b>               | <b>12/2016</b> | <b>08/2020</b> | <b>VARIAÇÃO p.p.</b> |
|--|----------------|----------------|----------------------|
| <b>1. Crédito direcionado</b>          | <b>38,60%</b>  | <b>24,19%</b>  | <b>-14,41%</b>       |
| 2. Crédito recursos livres             | 36,10%         | 41,83%         | 5,73%                |
| 3. Títulos de dívida corporativa       | 25,30%         | 33,98%         | 8,68%                |
| <b>Alocados pelo mercado<br/>(2+3)</b> | <b>61,40%</b>  | <b>75,81%</b>  | <b>14,41%</b>        |
| <b>Soma</b>                            | <b>100,0%</b>  | <b>100,0%</b>  | -                    |

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

---

<sup>6</sup> É importante realizar trabalhos visando dimensionar os esperados ganhos de eficiência alocativa de recursos resultantes do aumento da participação do mercado nesse processo.

## **Equipe Técnica:**

Diretor: Carlos Antonio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli

Dúvidas e Comentários:

[cemec@fipe.org.br](mailto: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 novembro de 2020