



Nota CEMEC 02/2020

**O NOVO PADRÃO DE
FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Fevereiro de 2020

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 janeiro de 2020

O novo padrão de financiamento das empresas brasileiras

INDICE

- 1. Sumário executivo e conclusões**
- 2. Mudanças da captação líquida de recursos por fonte**
 - 2.1 Fontes de financiamento no mercado doméstico e a taxa de juros por fonte de recursos**
 - 2.2 Fontes de financiamento do mercado internacional e o diferencial de juros**
- 3. Mudanças da composição do exigível financeiro**
- 4. Alocação de recursos pelo mercado**
 - a. Crédito direcionado e crédito de recursos livres**
 - b. Crédito bancário, mercado de capitais e recursos alocados pelo mercado**
- 5. Cenário: crescimento do mercado de capitais e aumento da concorrência no mercado de crédito**
 - 5.1 Potencial de crescimento do mercado de capitais**
 - 5.2 Participação das empresas no mercado de dívida corporativa**
 - 5.3 Mais concorrência no mercado de crédito e inovações regulatórias**

1. Sumário executivo e conclusões

Esta Nota retorna ao tema da Nota CEMEC 03/2019¹, onde ficou registrado que estavam sendo criadas as condições para a ocorrência de fortes mudanças nos mercados de crédito e de capitais, promovendo uma verdadeira revolução no financiamento das empresas brasileiras. A expectativa era de que o resultado desse processo venha a favorecer a retomada do crescimento, com a ampliação do acesso das empresas a recursos financeiros, a redução do seu custo de capital e o aumento de seus investimentos.

Essa expectativa de ocorrência de fortes mudanças no padrão de financiamento das empresas brasileiras é 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

Tem ocorrido avanços na regulamentação e início de implementação das referidas inovações regulatórias, mas seus efeitos iniciais provavelmente somente serão sentidos a partir do segundo semestre de 2020. Até agora, os fatores relevantes que tem determinado mudanças no padrão de financiamento das empresas brasileiras são a queda da taxa de juros para níveis baixos e a expectativa de sua manutenção nos próximos anos e o novo posicionamento do BNDES, que combina forte redução da oferta de financiamentos subsidiados com a definição de prioridades nas áreas de infraestrutura, pequenas e médias empresas e inovação .

¹ Nota CEMEC 03/2019 – A caminho de uma revolução no financiamento das empresas brasileiras.

Com o objetivo de analisar e avaliar a importância das recentes mudanças do padrão de financiamento das empresas brasileiras, 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 empresas².

Esses indicadores, permitem mensurar o valor da captação líquida de recursos por fonte e a composição do exigível financeiro permite demonstrar a dramática mudança do padrão de financiamento das empresas brasileiras ocorrida entre 2013 e 2019 e estabelecer sua conexão com a atuação de dois fatores de mudança, dados pela queda da taxa de juros e o novo posicionamento do BNDES. Na terceira parte, é formulado um cenário considerado provável, com foco no impacto adicional resultante da implementação das inovações regulatórias.

1. Mudanças da captação líquida de recursos por fonte³:

- a. A captação líquida total de recursos teve queda acentuada até valores negativos em 2016 e 2017, revelando acentuado processo de desalavancagem, voltando a valores positivos somente em 2018 e 2019;
- b. Essa queda de captação líquida de recursos foi liderada pela redução do saldo de crédito bancário e principalmente do crédito direcionado, enquanto que a captação de recursos de ações e dívida corporativa teve crescimento especialmente a partir de 2016, fazendo com que no ano terminado em novembro de 2019 essa fonte representa 96% da

² 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, 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.

³ 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 calculado inicialmente a variação mensal dos saldos em moeda estrangeira, valor esse convertido então à taxa de câmbio do final de cada mês.

- captação líquida total, de vez que crédito bancário tem pequeno valor e recursos externos e crédito bancário apresenta valor negativo;
- c. Quando se exclui desse quadro o valor das emissões primárias de ações, que geram entradas de caixa apenas nas companhias abertas⁴, as mesmas observações se aplicam considerando apenas as captações líquidas de dívida no sistema bancário e no mercado de dívida corporativa; por exemplo, em 2019 a captação líquida de títulos de dívida corporativa representa 95% da captação líquida total de recursos de dívida.
 - d. A captação líquida de recursos externos teve alta volatilidade no período, especialmente resultante de forte variação de da captação de “bonds e notes” e dívida bancária, de vez que os empréstimos intercompanhias tem comportamento estável e relativamente positivo;
 - e. Existem indicações da influência das taxas de juros de cada fonte condicionando as decisões das empresas e definindo a importância relativa de cada fonte no seu financiamento; fica evidenciado o impacto da redução das taxas de juros da dívida corporativa e especialmente das debêntures na substituição de fontes de crédito bancário e até de recursos externos, sem contar o incentivo proporcionado pela redução dos custos de capital próprio às emissões primárias de ações;

2. 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 considerável aumento da participação da dívida corporativa que acompanha redução de igual importância do crédito bancário doméstico; por sua vez o aumento da dívida externa de 2016 a 2019, convertida em reais no exigível das

⁴ Note-se que não são disponíveis dados de entradas de caixa na forma de integralização de quotas ou de ações nas empresas fechadas; um quadro mais completo do aumento de recursos aplicados nas empresas não financeiras exigiria também a consideração da retenção de lucros nas empresas abertas e fechadas.

empresas, refletiu essencialmente um aumento superior de quase 30% da taxa de câmbio, de vez que seu valor em moeda estrangeira aumentou apenas 2,8% nesse período.

- b. Um dos resultados relevantes dessas mudanças é o aumento de 61% para 74% dos recursos domésticos de financiamento alocados em condições de mercado, com a correspondente redução do crédito direcionado.

3. Cenário: crescimento do mercado de capitais e aumento da concorrência no mercado de crédito

3.1 Potencial de crescimento do mercado de capitais

Existe um grande potencial de crescimento da participação do mercado de capitais no financiamento das empresas. Entre as condições para a realização desse potencial, destacam-se a sustentação das expectativas de redução gradual da carga da dívida pública e da permanência de baixas taxas de juros.

Alguns números sinalizam a dimensão desse potencial. Do lado da mobilização da poupança financeira, instrumentos e veículos do mercado de capitais participam com 75%, enquanto que títulos de dívida corporativa representam apenas 5,7% da carteira consolidada de ativos líquidos da economia brasileira. Por sua vez, investidores institucionais que em todos os países de economia estável dedicam mais da metade de sua carteira para as ações, no Brasil essa classe de ativos recebe apenas 15,2% dos seus recursos.

3.2 Participação das empresas no mercado de dívida corporativa

Apesar do crescimento do número de empresas que tem entrado no mercado de dívida corporativa, estima-se que menos de 5% das empresas médias (faturamento de R\$90MM a R\$ 300MM) e grandes (faturamento acima de R\$ 300MM) participam desse mercado, havendo portanto um amplo espaço para seu crescimento.

3.3 Mais concorrência no mercado de crédito e inovações regulatórias

A implementação de duplicatas eletrônicas, registro centralizado de direitos creditórios, cadastro positivo e do open banking acompanhados do uso de novas tecnologias de

concessão de crédito e de plataformas eletrônicas vão permitir a redução de riscos de crédito e custos operacionais. A entrada de novos agentes no mercado, como bancos digitais e fintechs de crédito, além do reforço de participação de bancos médios e FIDCs, devem aumentar a concorrência no mercado de crédito, com o resultado de ampliar o acesso e reduzir os custos de financiamento dos tomadores de recursos e especialmente das pequenas e médias empresas.

2. Mudanças da captação líquida de recursos por fonte

A queda da taxa de juros e a nova posição do BNDES deram início à maior mudança do padrão de financiamento das empresas brasileiras das últimas décadas.

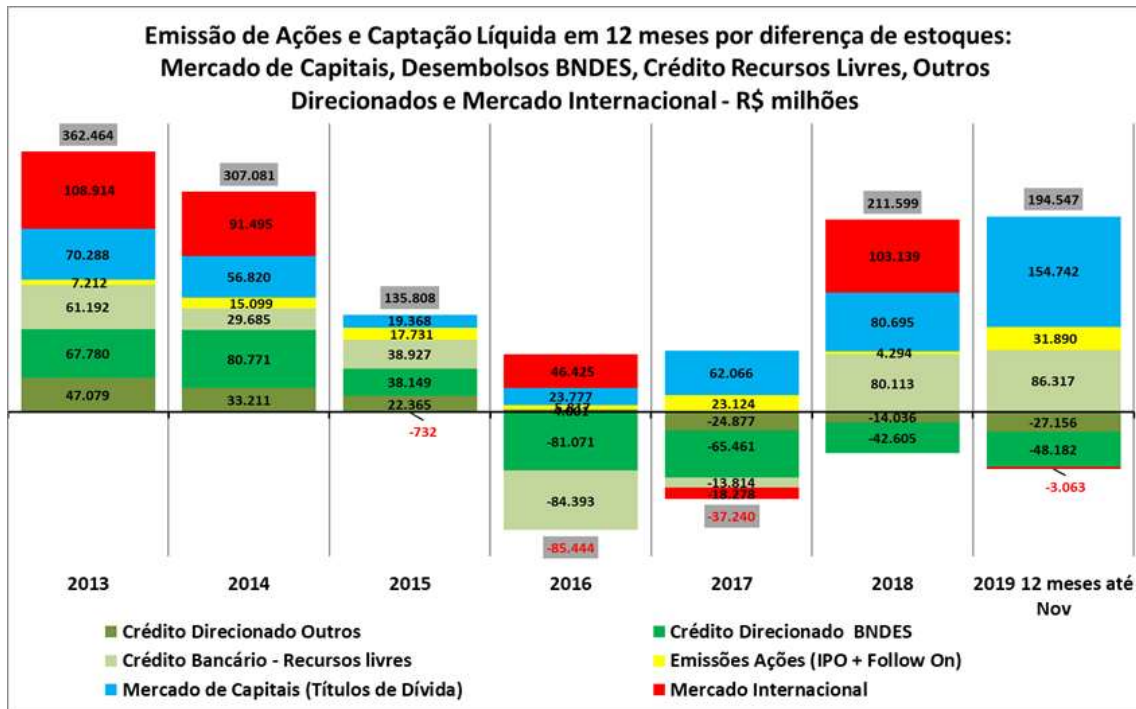
O **Gráfico 01** mostra as mudanças ocorridas na composição da captação líquida de recursos de todas as empresas brasileiras a partir de 2013 até o ano terminado em novembro de 2019.

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. A apuração do valor em reais da captação líquida de recursos provenientes de operações feitas em moeda estrangeira, parte da variação do saldo mensal da dívida 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 valor em reais da dívida em moeda estrangeira pré-existente pela variação da taxa de câmbio, que vai gerar aumento ou diminuição do valor contábil da dívida em moeda nacional, sem corresponder a saída ou entrada de caixa na data do reajuste.

Estão sendo incluídos nesses números, todas as operações de dívida feitas no sistema bancário e no mercado de dívida corporativa. 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. Entretanto, é importante lembrar que esse valor não inclui o aumento de recursos próprios resultantes da retenção de lucros

nas companhias abertas, também a integralização de novas quotas de capital ou ações de empresas de capital fechado e a retenção de lucros dessas empresas.

GRÁFICO 01



Fica evidenciada a dramática mudança do padrão de financiamento das empresas brasileiras ocorrida entre 2013 e 2019. Dois ciclos podem ser identificados nesse período. O primeiro reflete os efeitos da pior recessão das últimas décadas iniciada em 2014, combinada com o choque cambial de 2015, forte elevação das taxas de juros domésticas, e queda acentuada do crédito bancário liderada pela redução dos financiamento do BNDES mas acompanhada também pelo crédito de recursos livres. A partir de 2017, com a queda acentuada da taxa de juros, o cenário muda rapidamente. Recursos tomados no mercado de capitais passam a representar a maior parte dos recursos líquidos tomados pelas empresas, ao mesmo tempo em que o crédito de recursos livres retoma o crescimento.

O exame desse desempenho sugere as seguintes observações:

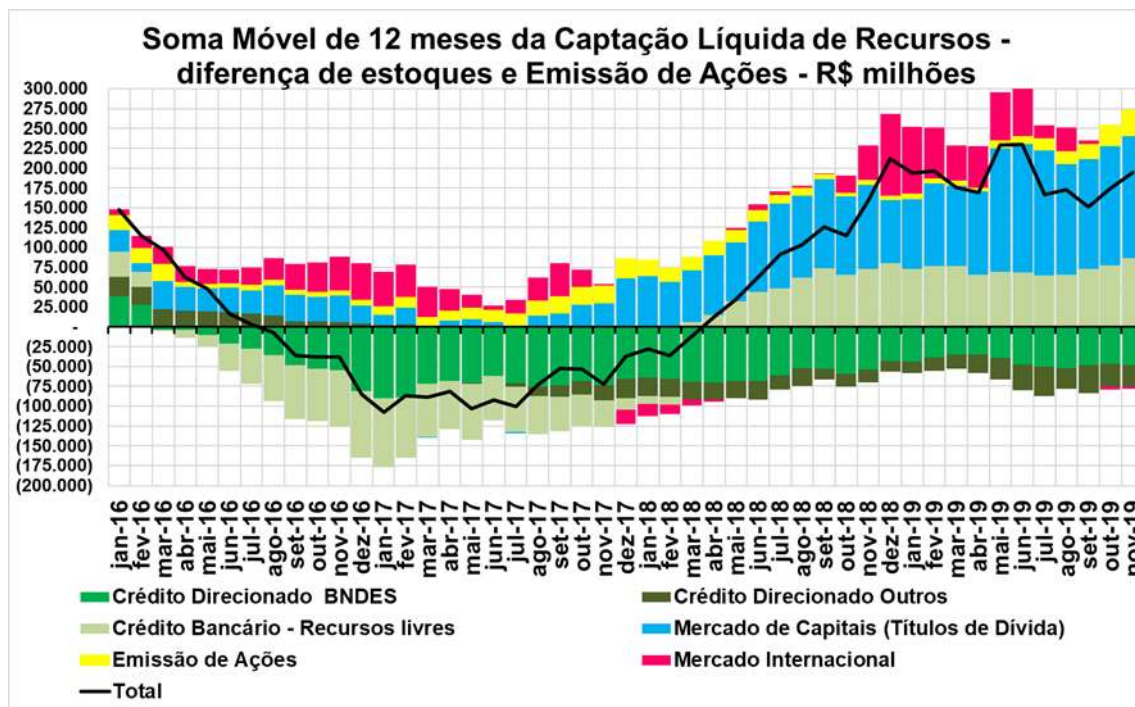
- a. De uma captação líquida total acima de R\$ 300 bilhões em 2013 e 2014 por parte das empresas não financeiras, seu valor cai para menos da metade em 2015 (R\$ 135,8 bilhões) e para valores negativos em 2016 (-R\$ 85,4 bilhões) e 2017 (-37.4 bilhões) que somados representam a queda de R\$ 123 bilhões (1,7% do PIB) do exigível financeiro consolidado de todas as empresas brasileiras. Essa queda indica um movimento de desalavancagem das empresas não financeiras e provavelmente desinvestimento em ativos, a menos que tenha sido compensado por aumentos de capital próprio⁵.
- b. A evolução da composição da captação líquida por fontes de recursos entre 2013 e 2019 mostra a intensidade da mudança e o papel excepcional desempenhado pelo mercado de capitais no financiamento das empresas nos últimos anos:
 - a. **Crédito bancário:** nesse período, a captação líquida do crédito bancário de recursos livres e direcionados, que representava 48,6% dos recursos totais em 2013, cai para apenas 5,6% em 2019, dado que a captação de recursos livres (+R\$ 86,3 bilhões) é compensada com a queda de R\$ 75,4 bilhões de captação de recursos direcionados, com um saldo positivo de apenas R\$ 10,9 bilhões.
 - b. **Mercado internacional:** a captação líquida de recursos do mercado internacional apresenta grande volatilidade nesse período; em 2013 representava cerca de 30% da captação total (R\$ 108,9 bilhões), apresenta valores negativos em 2015 e 2017, forte elevação em 2018 (R\$ 103,1 bilhões) quando respondeu por quase metade (48,7%) dos recursos líquidos totais das empresas naquele ano e valor negativo nos 12 meses terminado em novembro de 2019, de – R\$ 3,1 bilhões.
 - c. **Mercado de capitais:** consideradas as emissões de ações e os títulos de dívida, o mercado de capitais tornou-se nesse período a principal fonte de recursos líquidos captados pelas empresas brasileiras e a mais estável, não tendo apresentado valores negativos em nenhum dos anos sob exame; sua participação no total que era de 21,4% em 2013, saltou para 96% em 2019 :

⁵ Não são disponíveis dados de patrimônio líquido de todas as empresas não financeiras; esses dados são disponíveis apenas para as empresas de capital aberto e uma amostra das maiores empresas fechadas.

captação líquida de \$ 186,6 bilhões em relação ao total R\$ 194,5 bilhões; não obstante o forte crescimento das emissões primárias de ações, o principal destaque é o volume líquido de recursos captados no mercado de dívida corporativa nos 12 meses terminados em novembro de 2019, atingindo R\$ 154,7 bilhões, ou seja, cerca de 80% da captação líquida total das empresas brasileiras.

O **Gráfico 02** permite acompanhar a evolução mensal da captação líquida por fonte de recursos em períodos móveis de 12 meses a partir do início de 2016. Verifica-se que a captação líquida total de recursos por parte das empresas assume valores negativos desde agosto de 2016, no período mais intenso da recessão retornando a valores positivos a partir de abril de 2018, já no ciclo de recuperação do PIB. Outra observação relevante diz respeito ao fato de que a captação líquida de crédito direcionado está em queda e assume valores negativos desde o início de 2016 e assim permanece inclusive nos 12 meses encerrados em novembro de 2019; já o crédito de recursos livres, que começou a retrair em 2016, junto com o BNDES, já assume valores positivos a partir do início de 2018. Como já foi destacado, captação líquida no mercado de capitais tem valores positivos em todo o período analisado.

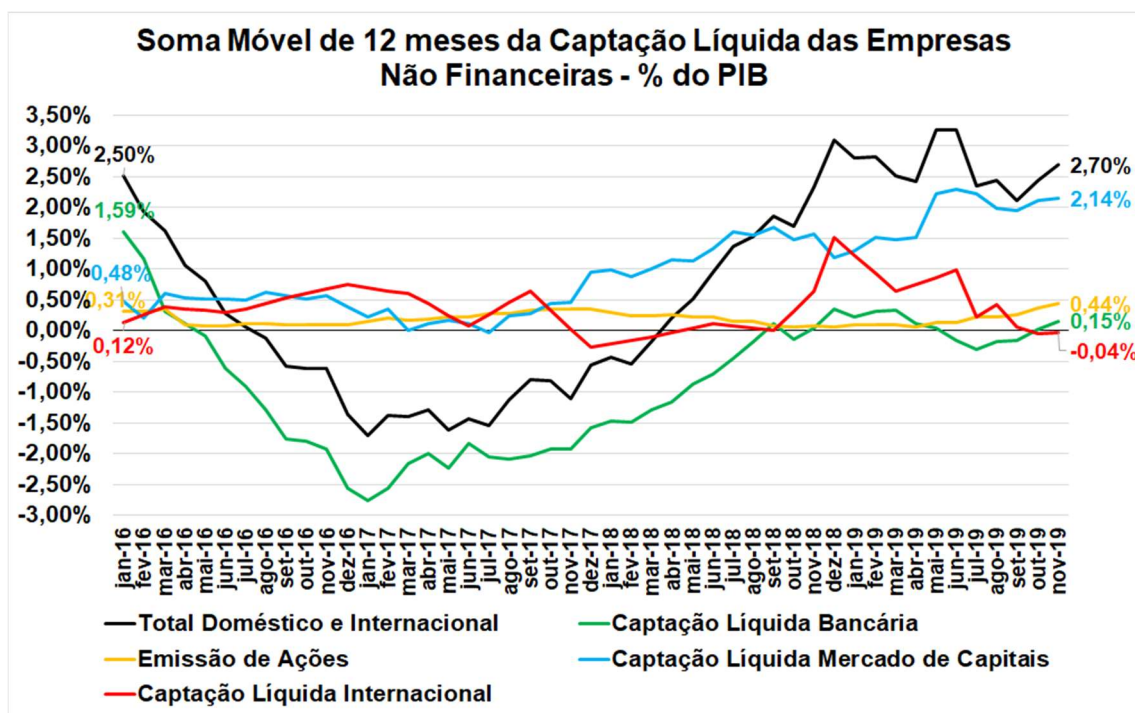
GRÁFICO 02



O **Gráfico 03**, demonstra que a queda da captação líquida total foi muito mais intensa que a própria redução do PIB em 2016 e 2017⁶. Isso fica evidenciado com a queda de cerca de 4 p.p. do PIB da captação líquida total calculada pela diferença entre o percentual positivo de + 2,50% do PIB observado no início de 2016 e o percentual negativo de (-) 1,5% do PIB que se manteve em 2017, desde o início até meados desse ano. É interessante notar que em todo esse período de variação negativa do saldo de crédito bancário, a captação líquida no mercado de capitais se mantém positiva e tem tendência crescente a partir de meados de 2017.

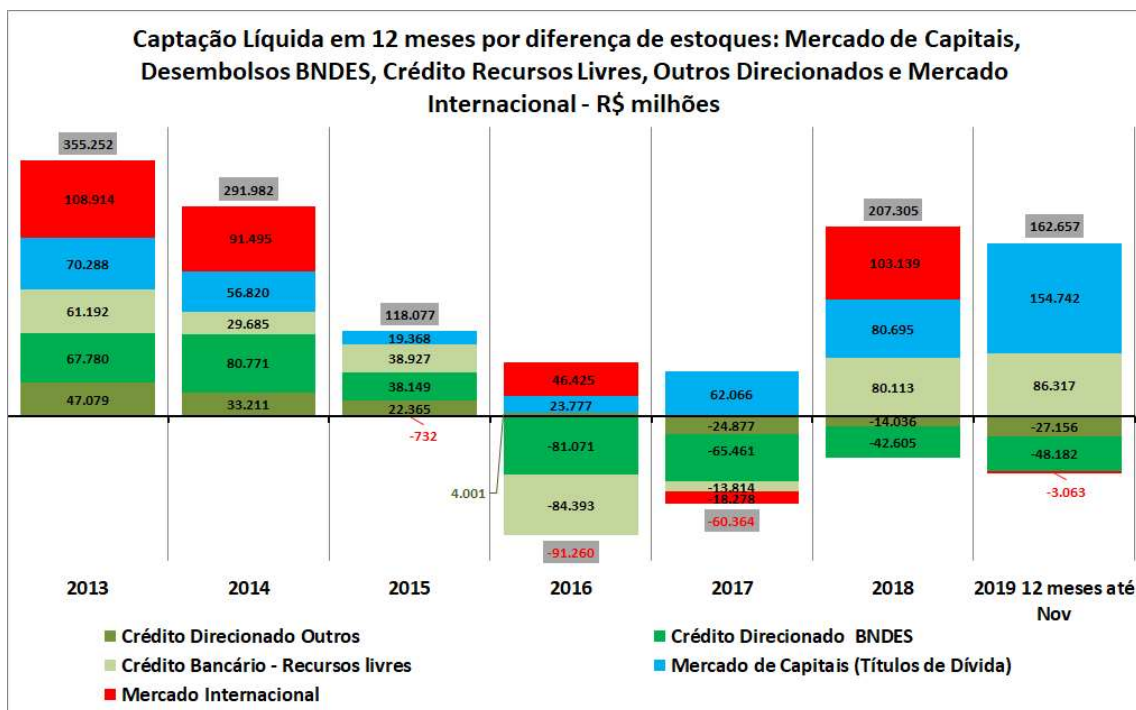
⁶ Análises mais detalhadas poderiam testar a hipótese de que essa redução do saldo de recursos de dívida possa ter sido mais um fator de agravamento da recessão.

GRÁFICO 03



É interessante registrar que todas essas observações se aplicam quando se exclui a captação por emissões primárias de ações e forem consideradas apenas as operações de dívida de crédito bancário e no mercado de dívida corporativa. O valor dessas emissões é aumento de caixa apenas nas companhias abertas e não é muito significativo em relação ao total de recursos captados na forma de dívida. O **Gráfico 04** apresenta esses números. Como se vê, em 2017 os títulos de dívida corporativa constituem a única fonte de recursos com captação líquida positiva naquele ano, em 2018 representam 39% do total, porcentagem que salta para 95% em 2019.

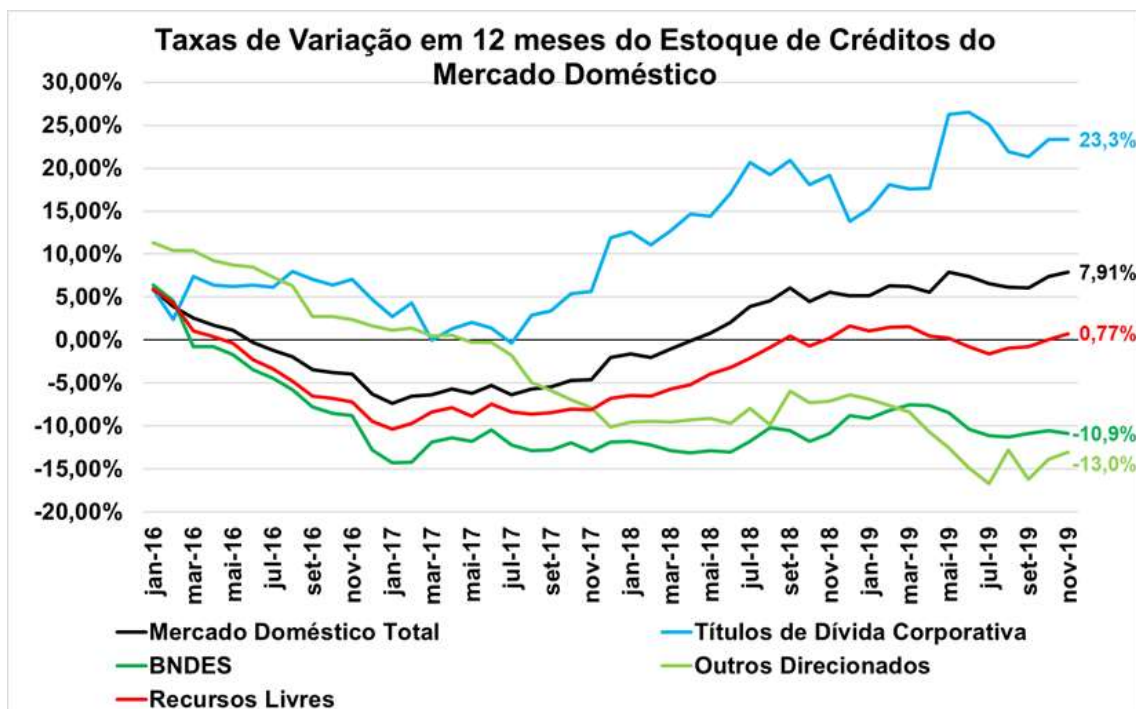
GRÁFICO 04



2.1 Fontes de financiamento no 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 é a única fonte que tem sustentado o crescimento do saldo total de recursos de financiamento no mercado doméstico de todas as empresas brasileiras. Como se vê no **Gráfico 05**, o crescimento de 23,3% do saldo de recursos captados nesse mercado nos 12 meses terminados em novembro de 2019 é a única fonte de recursos com variação positiva e suficiente para sustentar o aumento de 7,91% dos recursos domésticos totais, mais que compensando a queda dos saldos de crédito de recursos direcionados.

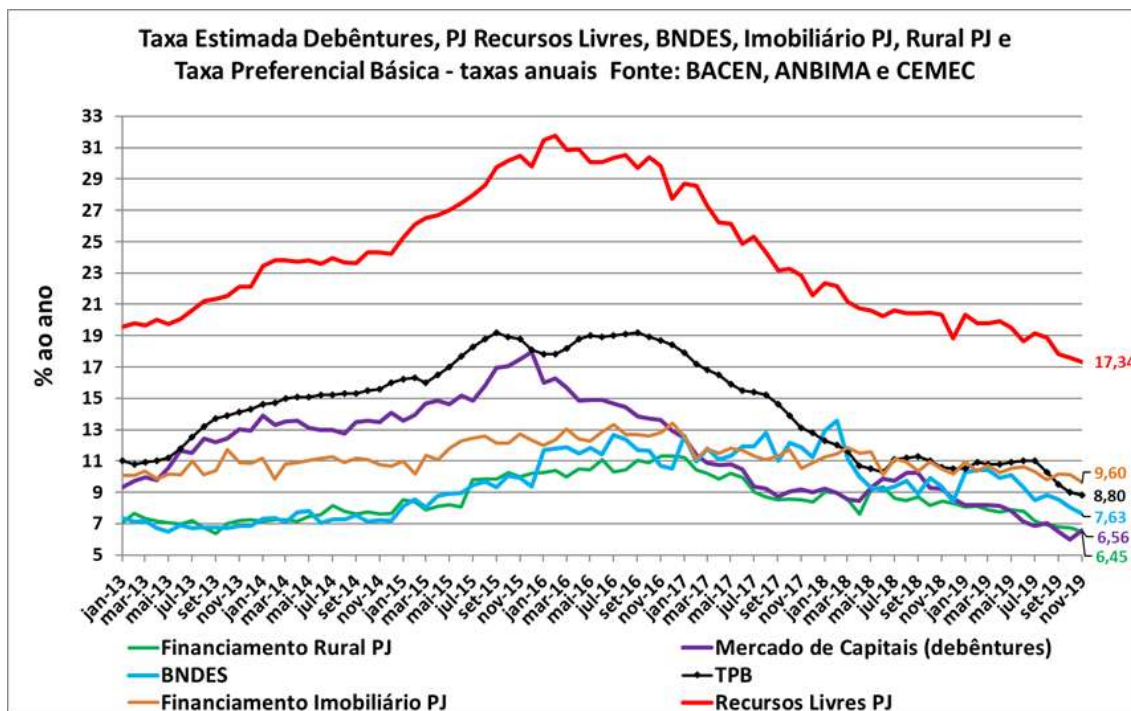
GRÁFICO 05



O principal fator desse crescimento do saldo de dívida corporativa é a forte redução do custo financeiro dessas operações para as empresas, de modo que essa fonte passou a ser a alternativa em condições de oferecer as menores taxas de juros entre as fontes de financiamento existentes no mercado doméstico.

Como se vê no **Gráfico 06**, as taxas de juros das debentures, que é o principal título de dívida corporativa e tem prazos médios de resgate mais elevados, tem apresentado forte tendência de queda, havendo indicações de que tem liderado a queda das taxas de juros de outras fontes no segmento de empresas de maior porte com acesso ao mercado de dívida corporativa.

GRÁFICO 06



É particularmente interessante verificar a evolução da TPB (taxa preferencial brasileira) taxa de juros que os bancos oferecem aos seus melhores clientes, tipicamente empresas de maior porte, balanços auditados e boas condições financeiras. Essa taxa de juros, que se manteve num patamar próximo dos 19% a.a. desde meados de 2015 até início de 2017, passa a ser reduzida junto com a queda das taxas das debentures, de início ainda mantendo um diferencial positivo da ordem de 5 a 6 p.p., mas que se reduziu gradativamente até chegar a 2,2 p.p. em novembro de 2019. Por sua vez, chama a atenção a rápida redução da taxa média de juros praticada pelo BNDES ao longo do primeiro semestre de 2018, depois de ficar cerca de 4p.p. acima da taxa média das debentures no início desse ano, não obstante no final do período analisado ainda mantenha diferencial positivo de 1p.p.

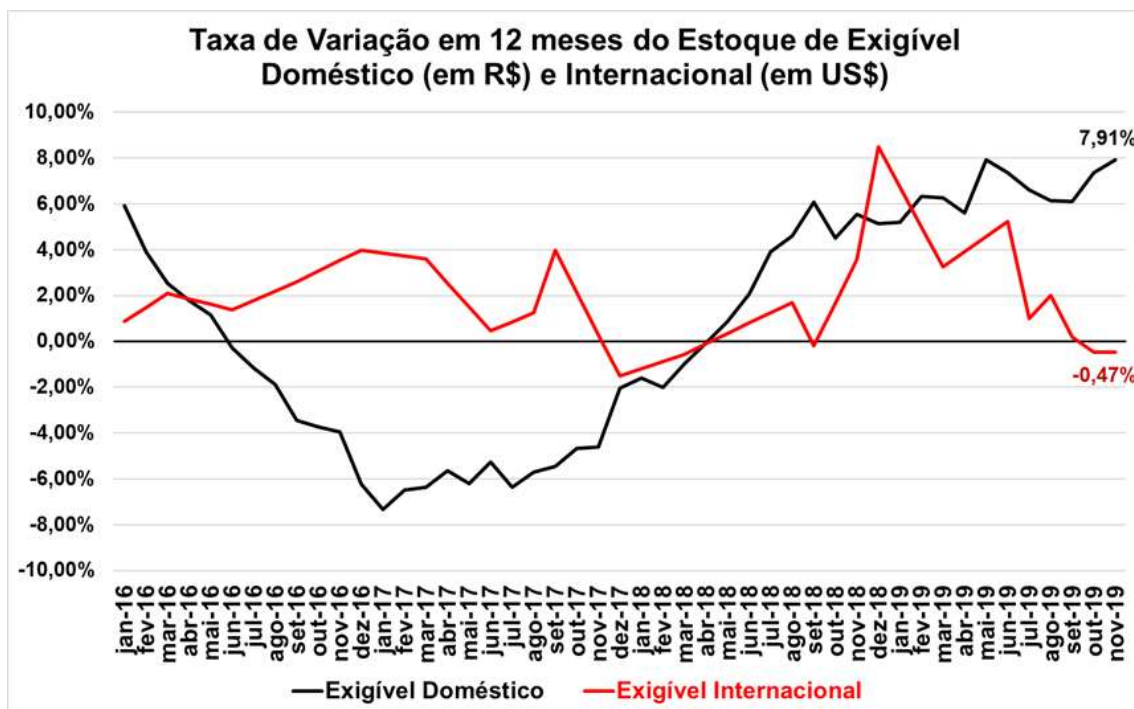
Essa aproximação das taxas médias de juros de várias fontes, inclusive do BNDES, às taxas médias das debentures parece ser o resultado do aumento de concorrência nesse segmento de mercado de empresas com acesso ao mercado de dívida corporativa. Nessas condições, graças à redução da taxa básica de juros, a taxa média de captação das

debentures atinge cerca de 6,6 %a.a. em novembro de 2019. Sem considerar os custos de emissão, e adotando uma expectativa de inflação nos próximos anos de 4%a.a. , isso equivale à taxa real da ordem de 2,5% a.a.. Se for considerado o rebate do imposto de renda e da contribuição social (3,96% a.a.) a taxa real se aproxima de zero.

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

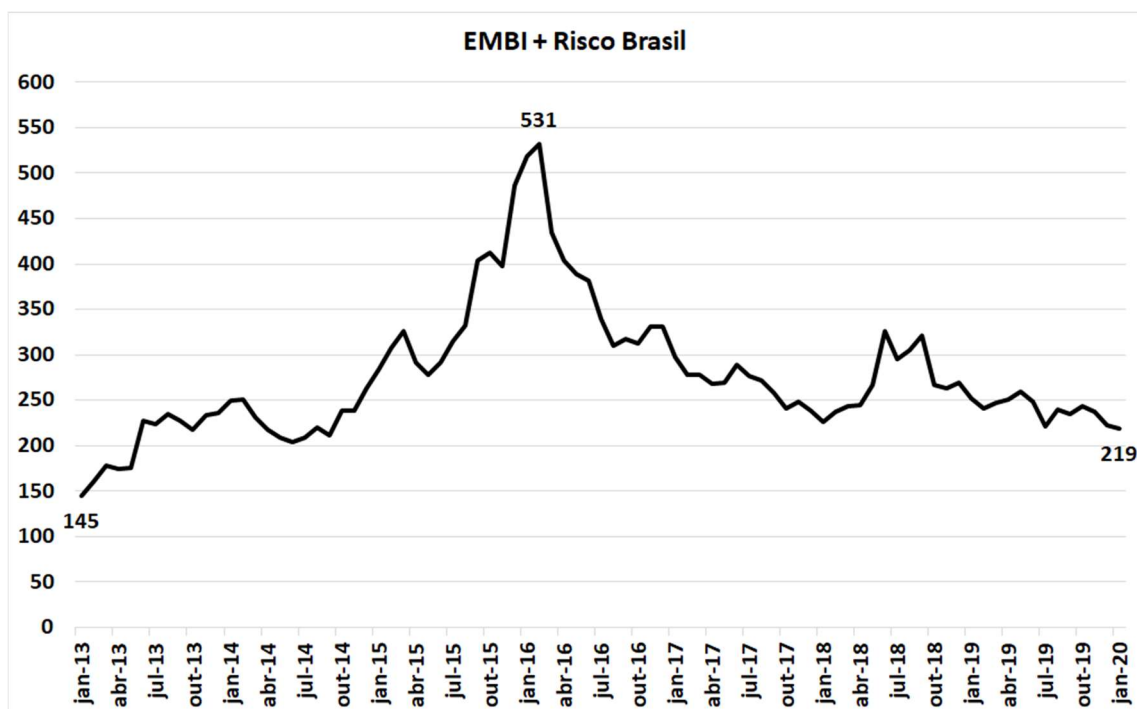
Apesar da alta volatilidade dos fluxos de captação líquida de recursos tomados no mercado internacional, é interessante analisar sua evolução nos ciclos de recessão e recuperação ocorridos entre 2016 e 2019. Como se vê no **Gráfico 07**, a entrada desses recursos tem clara correlação negativa com a captação líquida total de fontes domésticas em 2016 e 2017. Nesse período, a captação de recursos externos pode ter sido uma alternativa de financiamento das empresas quando a oferta de crédito bancário doméstico de recursos livres e direcionados estavam em retração. No período posterior, o valor da captação de recursos externos em dólares cresce junto com a captação doméstica em 2018, mas volta a apresentar comportamento contrário ao aumento de recursos domésticos e especialmente ao aumento do mercado de capitais desde o início de 2019, com forte queda da sua taxa de crescimento até atingir valor negativo nos 12 meses terminados em novembro de 2019.

GRÁFICO 07



Não obstante em cada momento as empresas considerem vários fatores e expectativas futuras em suas decisões de financiamento, ai incluídos cenários de juros e de cambio, certamente a relação entre taxas de juros correntes de recursos domésticos e de recursos externos devem ter importância nessas decisões. Por um lado, verifica-se que os prêmios de risco da dívida soberana, que constituem o piso dos prêmios de risco dos títulos privados, tem apresentado tendência de queda depois do pico atingido em fins de 2015, o que representa um incentivo à captação de recursos externos como se vê no **Gráfico 08**. Deve-se notar que apesar dessa queda, os níveis observados em 2019 e início de 2020 ainda são consideravelmente superiores aos observados em 2013, antes da crise.

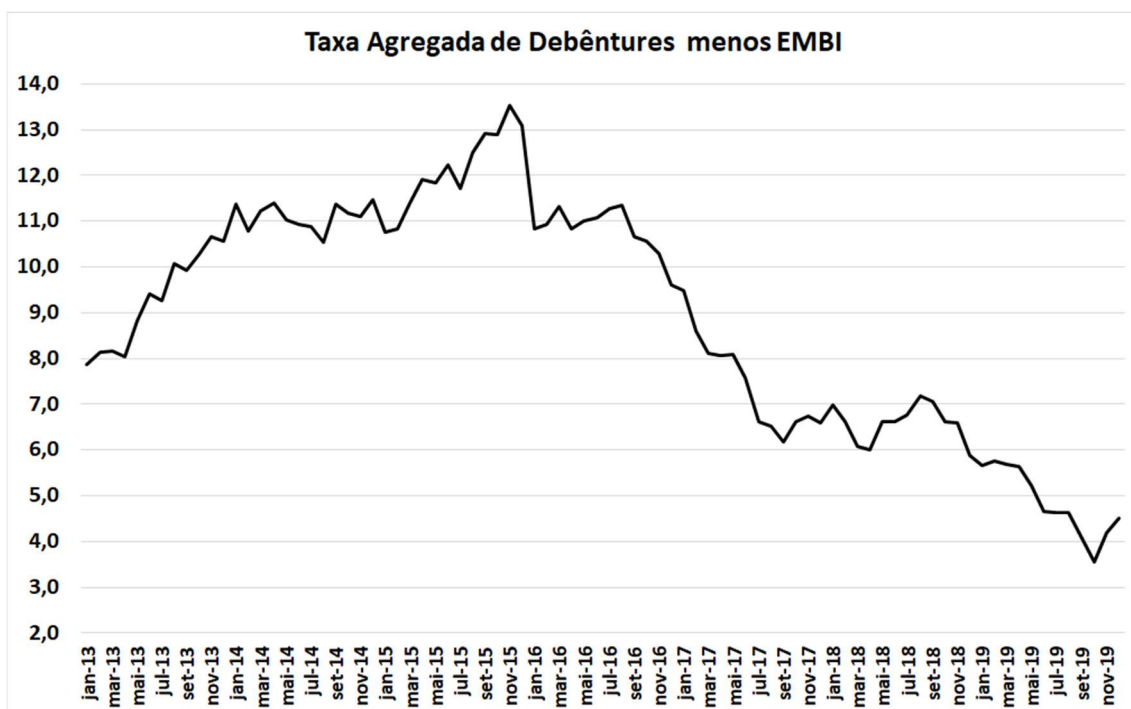
GRÁFICO 08
EMBI+ RISCO BRASIL



Fonte: J.P.Morgan

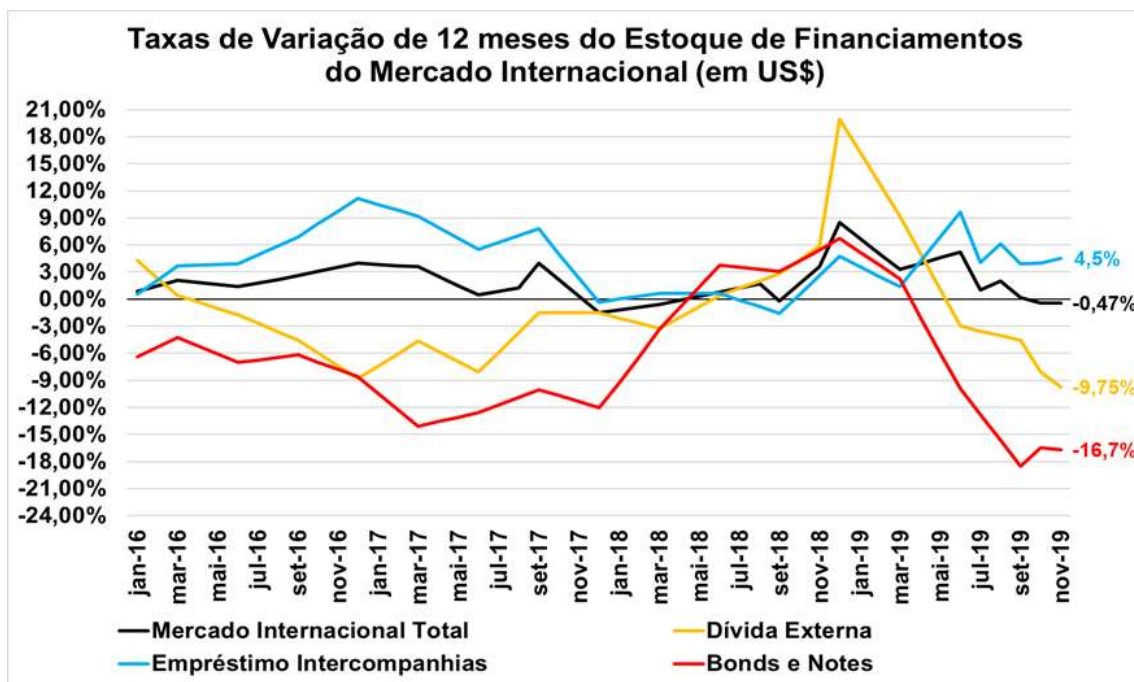
Entretanto, a queda da taxa de juros das debentures foi muito mais intensa que a queda das taxas de operações no mercado internacional em 2019, fazendo com que a captação de recursos domésticos no mercado de dívida corporativa possa ter sido considerada mais vantajosa por parte das empresas. No **Gráfico 09** é utilizado um indicador da diferença entre de 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+. Essas diferenças, que atingiram mais de 13p.p. em fins de 2015 caíram a cerca de 6p.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 09



Os dados apresentados no **Gráfico 10** reforçam essa hipótese, ao apresentar 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 novembro de 2019. Verifica-se que os saldos de dívida registrada e de “*bonds e notes*” 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. Apesar de sua volatilidade, as taxas de variação dos saldos de empréstimos intercompanhias respondem aparentemente a outros fatores, apresentando 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.

GRÁFICO 10

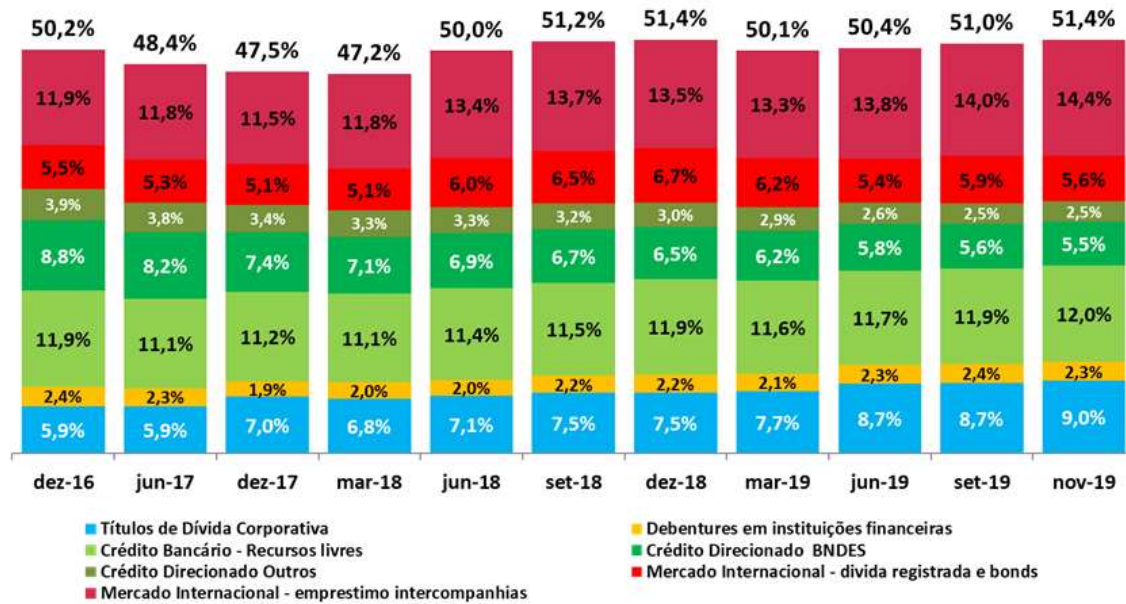


3. Mudanças da composição do exigível financeiro

A evolução da composição do exigível financeiro das empresas é o resultado das mudanças da captação líquida de recursos. Como se observa no **Gráfico 11** o saldo da dívida total das empresas brasileiras em relação ao PIB cai 3p.p. (de 50,2% para 47,2%) entre 2016 e 2018, refletindo a captação líquida negativa de recursos nesse período que acompanha o processo de desalavancagem financeira. A partir de fins de 2018 a relação da dívida das empresas com o PIB apresenta tendência de queda até setembro de 2019, movimento esse que é revertido na posição de novembro de 2019.

GRÁFICO 11

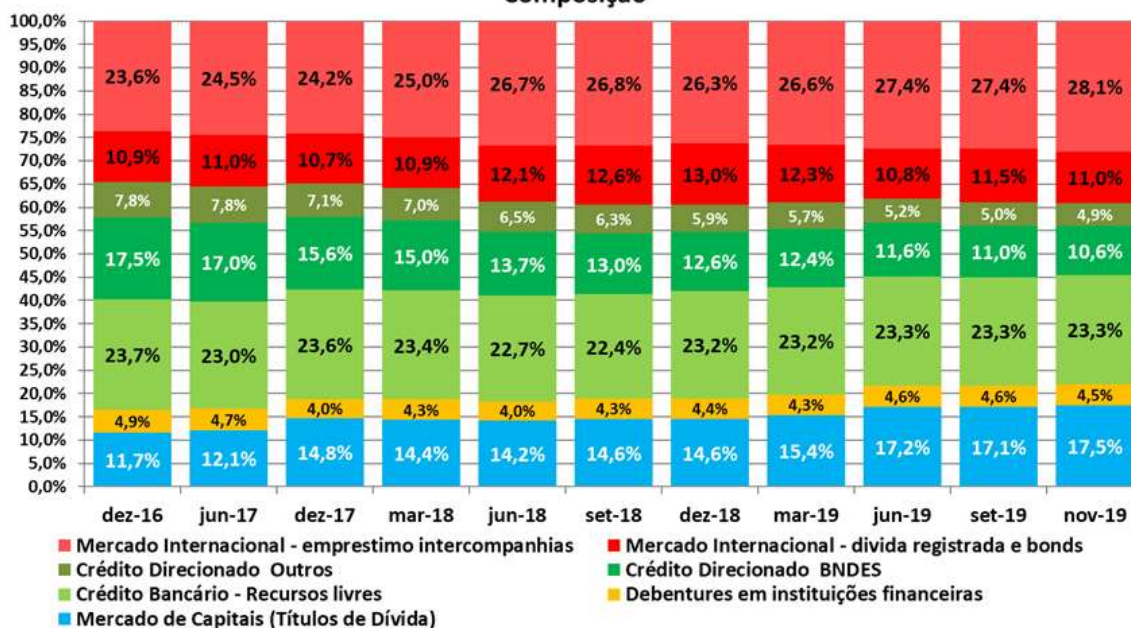
Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras % do PIB



A evolução da composição percentual do exigível financeiro apresentada no **Gráfico 12** facilita a visualização das mudanças no padrão de financiamento das empresas brasileiras nos últimos anos.

GRÁFICO 12

Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras
Composição



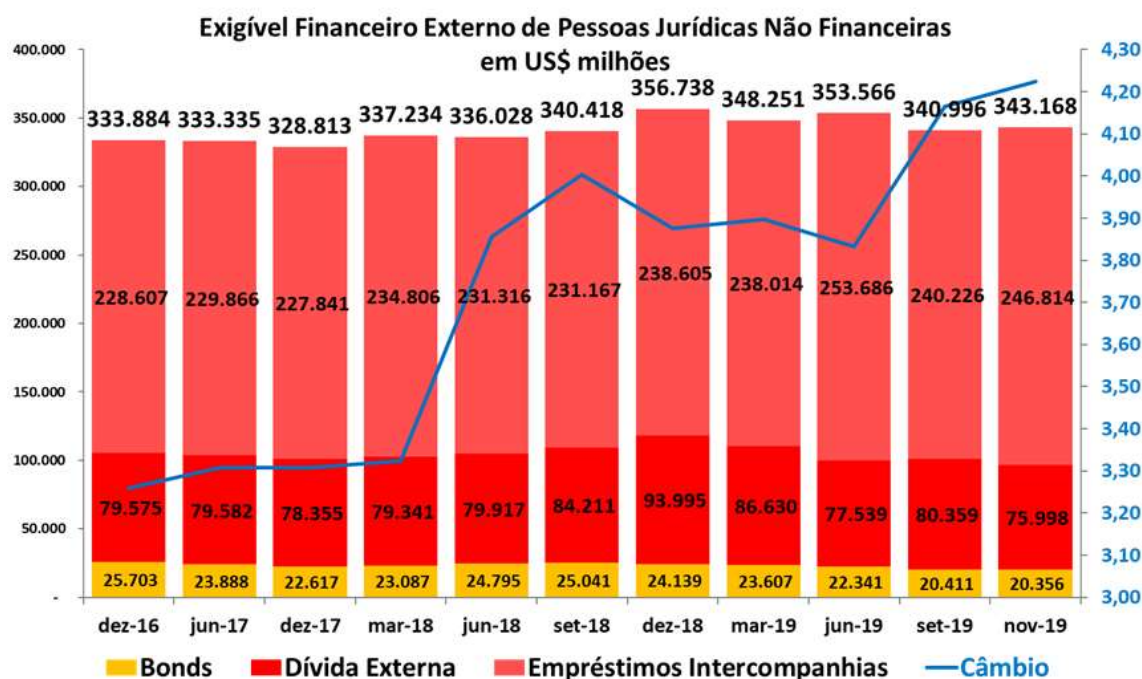
Podem ser destacadas as seguintes observações:

1. Recursos externos

A participação do saldo de recursos captados no mercado internacional no exigível financeiro das empresas brasileiras aumenta de 34,1% para 39,1% entre dezembro de 2016 e novembro de 2019, crescimento esse concentrado na participação dos empréstimos intercompanhias, que apresenta tendência positiva em todo o período, de 23,6% para 28,1%.

É importante registrar que a maior parcela desse crescimento de participação do saldo de recursos externos convertido em moeda nacional nesse período, deve ser atribuída à elevação da taxa de câmbio, não representando portanto entrada adicional de recursos mas principalmente aumento do valor da dívida em moeda nacional. Como se observa no **Gráfico 13**, o saldo de dívida externa total das empresas brasileiras em dólares aumenta apenas 2,8% entre dezembro de 2016 e novembro de 2019, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio se eleva em quase 30% (29,4%) nesse período.

GRÁFICO 13



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 2019. A participação do saldo de crédito direcionado, que representava mais da metade do crédito total em 2016, caiu para 40,7% em 2019, refletindo a redução dos saldos de crédito do BNDES, de 17,5% para 10,6% do total e de outros créditos direcionados, de 7,8% para 4,9% (**Gráfico 12**).

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

CRÉDITO	12/2016	11/2019	VARIAÇÃO p.p.
Direcionado	51,6%	40,0%	-11,6 p.p.
Recursos livres	48,4%	60,0%	+11,6 p.p.
Soma	100,0%	100,0%	----

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 quase $\frac{3}{4}$ (74,5%) do total de recursos de dívida em 2019, parcela essa que era de 61,4% em 2016.⁷

⁷ 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 DIVIDA ALOCADOS PELO MERCADO

FONTE DE RECURSOS	12/2016	11/2019	VARIAÇÃO p.p.
1. Crédito direcionado	38,6%	25,50%	-13,10%
2.Crédito recursos livres	36,1%	38,28%	2,15%
3.Títulos de dívida corporativa	25,3%	36,22%	10,95%
Alocados pelo mercado (2+3)	61,4%	74,50%	13,10 p.p.
Soma	100,0%	100,0%	

5. Cenário: crescimento do mercado de capitais e aumento da concorrência no mercado de crédito

5.1 Potencial de crescimento do mercado de capitais

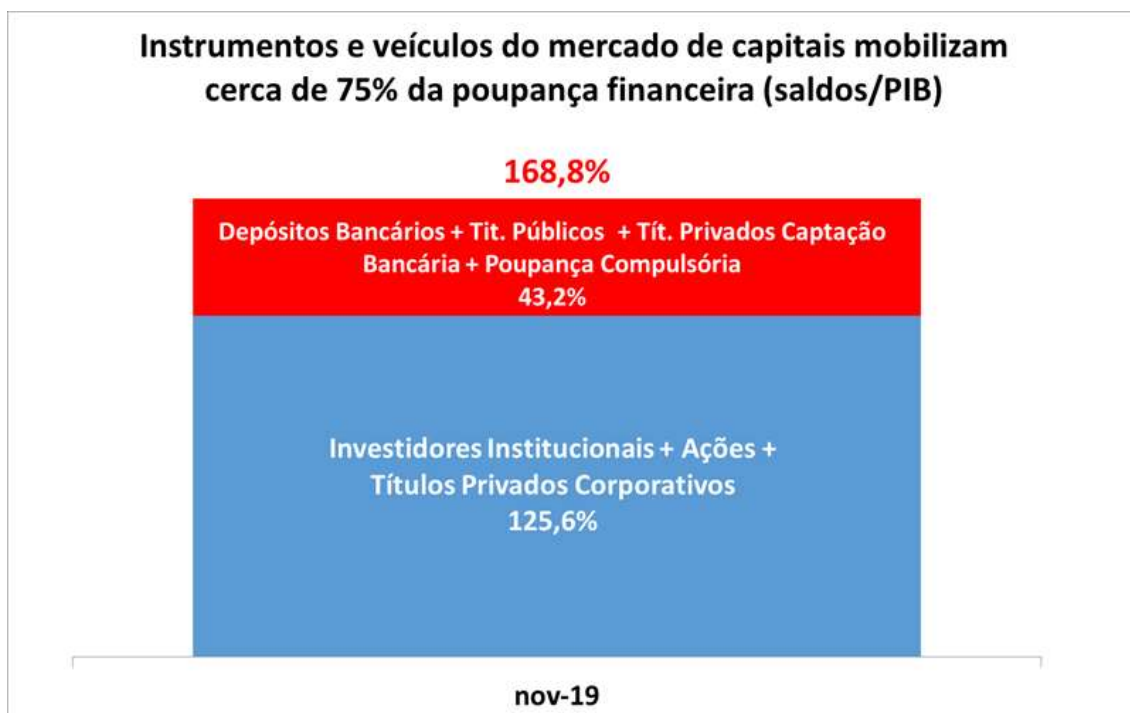
A manutenção de políticas macroeconômicas que assegurem a permanência de baixas taxas de juros, mantendo a perspectiva de redução da carga da dívida pública, sustenta um cenário em que os recursos captados no mercado de capitais devem constituir a principal fonte de financiamento das empresas. Nesse cenário, existem indicações de um grande potencial de crescimento dos instrumentos do mercado de capitais na carteira consolidada de ativos líquidos da economia brasileira.

a. Participação dos instrumentos e veículos do mercado de capitais na mobilização da poupança financeira

Inicialmente é importante lembrar que os instrumentos e veículos do mercado de capitais respondem por quase 75% da mobilização da poupança financeira aplicada em ativos financeiros líquidos da economia brasileira⁸. Como é evidenciado no **Gráfico 14**, esse resultado é obtido quando são consolidadas as carteiras dos veículos do mercado de capitais, que são os investidores institucionais (fundos de investimento, fundos de pensão, previdência aberta e companhias de seguros) e acrescentados os saldos de ações e títulos de dívida corporativa de posse dos acionistas controladores e adquiridos diretamente no mercado. Os 25% restantes são representados pelos saldos de depósitos e títulos de captação bancária, fundos de poupança compulsória e títulos públicos comprados diretamente por investidores não financeiros.

⁸ Não estão incluídos nesses números os ativos financeiros representados por ações e quotas de capital de empresas não financeiras.

GRÁFICO 14



A **Tabela 03**. fornece a composição percentual da carteira de ativos financeiros líquidos da economia brasileira por classes de ativos em novembro de 2019. É obtida com a consolidação da carteira de investidores institucionais, investidores estrangeiros e outros investidores não financeiros, ai incluídos principalmente os investidores pessoas físicas

TABELA 03

	nov/19			
	Investidores institucionais	Investidores Estrangeiros	Outros Inv.não Financeiros	TOTAL
1.1. Instrumentos do Mercado de Capitais:	24,0%	59,6%	55,8%	44,3%
a) Ações	15,2%	59,2%	51,0%	38,6%
b) Títulos de Dívida Privada	8,9%	0,5%	4,9%	5,7%
b1) Debêntures Corporativas	5,3%	0,5%	1,1%	2,6%
b2) Outros ex Debêntures Corporativas	3,5%	0,0%	3,7%	3,1%
1.2. Títulos de Dívida Privada de Captação Bancária *	7,2%	0,0%	5,1%	5,1%
1.3. Depósitos Bancários	1,4%	0,3%	36,9%	17,5%
Depósitos a Vista	0,0%	0,0%	3,6%	1,7%
Depósitos a Prazo	1,4%	0,3%	17,5%	8,6%
Depósitos de Poupança	0,0%	0,0%	15,8%	7,3%
1.4. Títulos da Dívida Pública **	42,8%	40,1%	2,2%	23,7%
1.5. Operações Compromissadas	21,2%	0,0%	0,0%	8,1%
1.6. Outros Ativos Financeiros	3,4%	0,0%	0,0%	1,3%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

As principais observações são as seguintes:

- a. Com todo o crescimento das emissões de títulos de dívida corporativa⁹ ocorrida nos últimos anos, o saldo desses títulos representa apenas 5,7% da carteira consolidada, número que se compara, por exemplo, com 23,7% de títulos públicos que atinge 31,8% se acrescentarmos as operações compromissadas;
- b. A elevada participação de ações, de 55,8%, na carteira de outros investidores não financeiros reflete principalmente as ações de controle, tipicamente fora da negociação diária da bolsa;
- c. A pequena participação de ações na carteira consolidada dos investidores institucionais, de apenas 15,2%, é a herança de um longo período em que mesmo fundos de pensão e outros fundos com visão de longo prazo concentravam suas aplicações em títulos públicos, que ofereciam uma combinação de baixo risco, elevada liquidez e altas taxas de juros, muito difícil de competir por parte de qualquer ativo de risco de emissão privada, como é o caso das ações; essa participação de ações na carteira de investidores institucionais é muito menor do

⁹ Estão incluídos nesse número o saldo todos os títulos de dívida corporativa, como por exemplo, debêntures, notas promissórias, FIDCs, CRIs, CRAs, entre outros.

que a observada em países de economia estável, que fica em torno de 40% nos fundos de investimento e mais de 50% em fundos de pensão.

5.3 Participação das empresas no mercado de dívida corporativa

Utilizando como indicador da participação das empresas no mercado de dívida corporativa o número de empresas não financeiras de porte médio e grande que emitiram debêntures ou notas promissórias no período de 2005 a novembro de 2019, em relação ao número estimado¹⁰ de empresas em cada classe de tamanho de valor de faturamento, são obtidos os dados da **Tabela 04**

TABELA 04

Participação das empresas médias e grandes no mercado de dívida.

Empresas que Emitiram Debêntures ou Notas Promissórias desde 2005	1.513
Número de Empresas grandes	5.000
Número de Empresas médias	30.000
Total de Empresas Médias e Grandes	35.000
Empresas Grandes e Médias que Participam do Mercado de Capitais	4,32

Levando em conta que as emissoras desses papéis tipicamente são empresas médias e grandes, estima-se que apenas 4,32% dessas empresas participam desse mercado. Esse pequeno índice de participação das empresas no mercado de dívida corporativa não deveria surpreender, levando em conta que o mercado de capitais nunca foi uma fonte

¹⁰ Estimativas do CEMEC Fipe por classes de valor de faturamento sendo empresas médias as empresas com faturamento entre R\$ 90 milhões a R\$ 300 milhões e grandes acima de R\$ 300 milhões. São usados dados do IBGE que informam a distribuição das empresas por número de empregados. Não existem dados oficiais com a distribuição das empresas por valor de faturamento

significativa de financiamento para a maioria das empresas brasileiras. Por muitos anos, prevaleceu uma situação em que existiam linhas de financiamento com taxas de juros baixas supridas pelo BNDES, ao mesmo tempo em que a taxa de juros para a colocação de títulos de dívida corporativa eram muito elevadas para competir com as vantagens de baixo risco, alta liquidez e elevada remuneração dos títulos públicos. Por outro lado, a participação de empresas fechadas no mercado de dívida requer padrões mínimos de transparência e governança, incompatíveis com a informalidade que caracteriza muitas dessas empresas.

Tudo indica que o novo cenário, com taxas de juros baixas oferecidas pelos títulos públicos e taxas dos financiamentos do BNDES próximas do mercado além da tendência de redução da informalidade, empresarial, criam as condições favoráveis para o aumento do número de empresas que utilizam o mercado de dívida corporativa. Considerações semelhantes podem ser feitas em relação à utilização do mercado de ações, com abertura de capital.

5.4 Mais concorrência no mercado de crédito e inovações regulatórias

AS mudanças que até agora tem beneficiado as empresas de maior porte com acesso ao mercado de dívida corporativa, devem se estender daqui por diante para as pequenas e médias empresas, com a implementação de várias inovações regulatórias sob a liderança do BACEN. Essas inovações devem dar continuidade ao processo de mudança já observado nos mercados de crédito e de capitais, que resultará numa verdadeira revolução no modo como as empresas se financiam, beneficiando desta vez as empresas de menor porte.

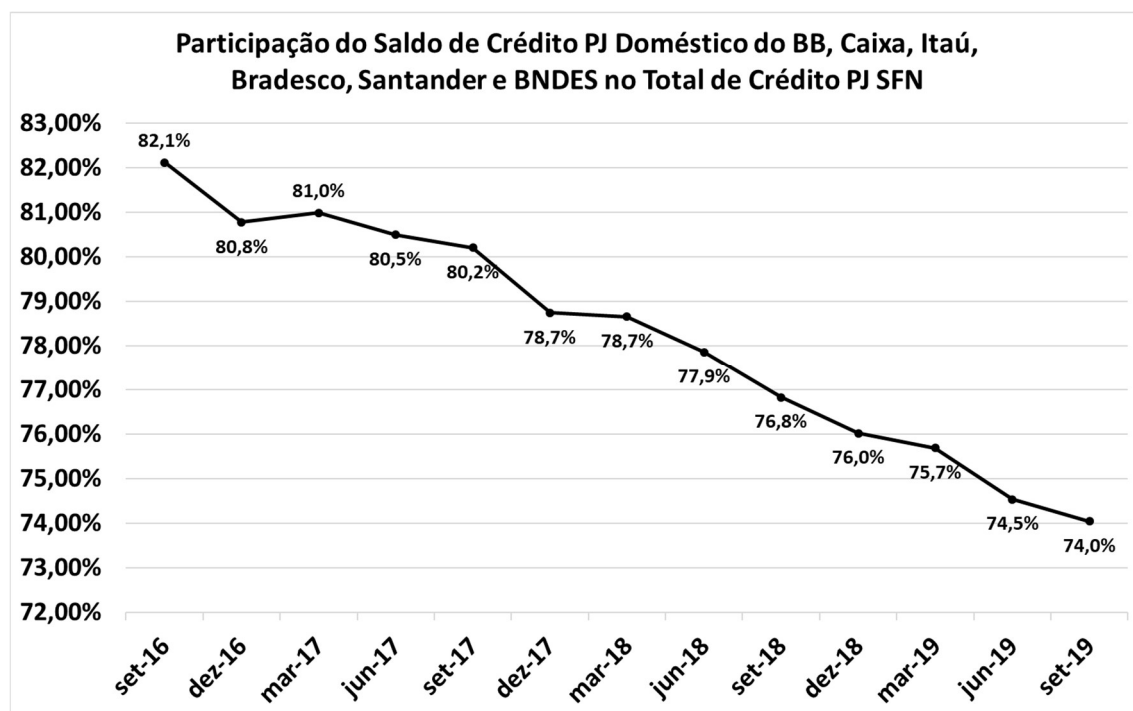
O funcionamento das duplicatas eletrônicas, registro centralizado de direitos creditórios, cadastro positivo e do open banking acompanhadas do uso de novas tecnologias de concessão de crédito e de plataformas eletrônicas vão permitir a redução de riscos de crédito e custos operacionais. Ao mesmo tempo, a entrada de novos agentes no mercado, como bancos digitais e fintechs de crédito, além do reforço de participação de bancos médios e FIDCs, devem aumentar a concorrência no mercado de crédito, com os

resultados de ampliar o acesso e reduzir os custos de financiamento dos tomadores de recursos e especialmente das pequenas e médias empresas.

Tudo indica que esse processo deverá aumentar a participação de bancos médios, bancos digitais, *fintechs* e FIDCS no financiamento das empresas, em relação à fatia dos bancos grandes. Não obstante essas inovações regulatórias ainda não tenham sido implementadas e não sejam disponíveis dados relativos às operações de bancos digitais e *fintechs* de crédito, um modo de dimensionar seu impacto é monitorar a participação dos bancos grandes no saldo total de operações de crédito.

No **Gráfico 15** é possível observar que a participação do saldo de crédito dos seis grandes bancos grandes no saldo de crédito total para empresas apresenta clara tendência negativa desde 2016

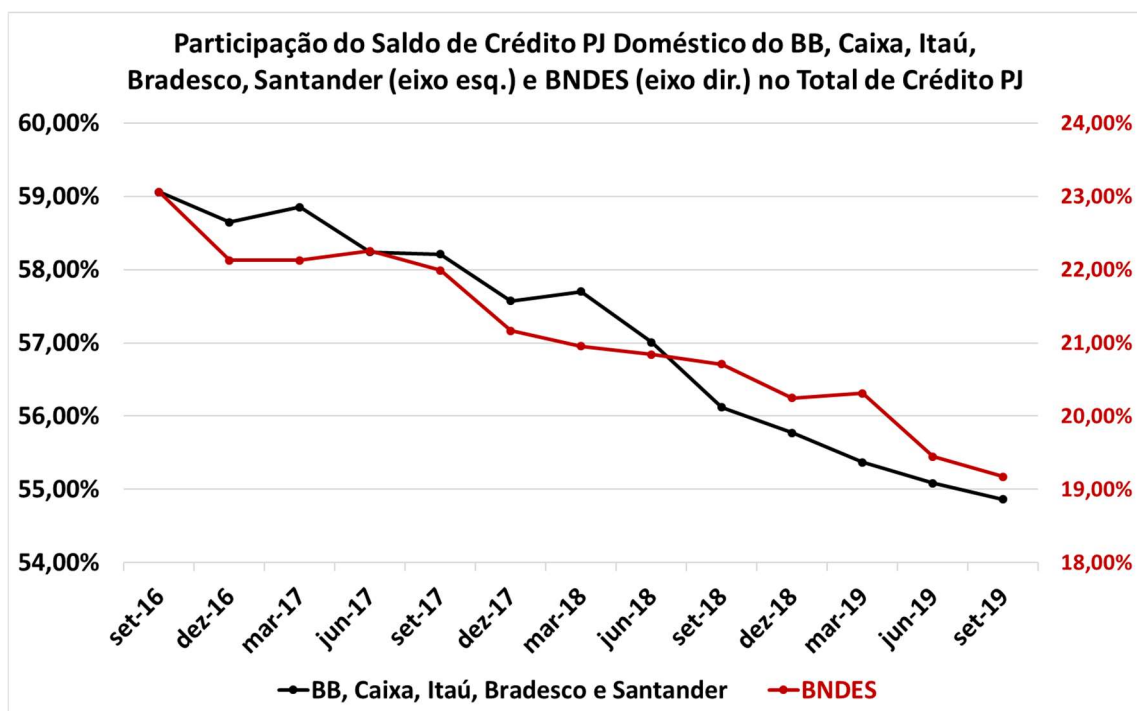
GRÁFICO 15



É interessante notar que essa tendência de queda de participação se mantém mesmo quando se exclui o BNDES. No **Gráfico 16** verifica-se que a participação do BNDES cai

de 23% para menos de 19% no período de setembro de 2016 a setembro de 2019. Ao mesmo tempo, a participação dos demais bancos grandes se reduz de 59% para pouco menos de 55%.

GRÁFICO 16



Tendência semelhante é observada no saldo de crédito a pessoas físicas dos cinco grandes bancos (**Gráfico 17**) e no saldo de pessoa física e pessoa jurídica (**Gráfico 18**)

GRÁFICO 17

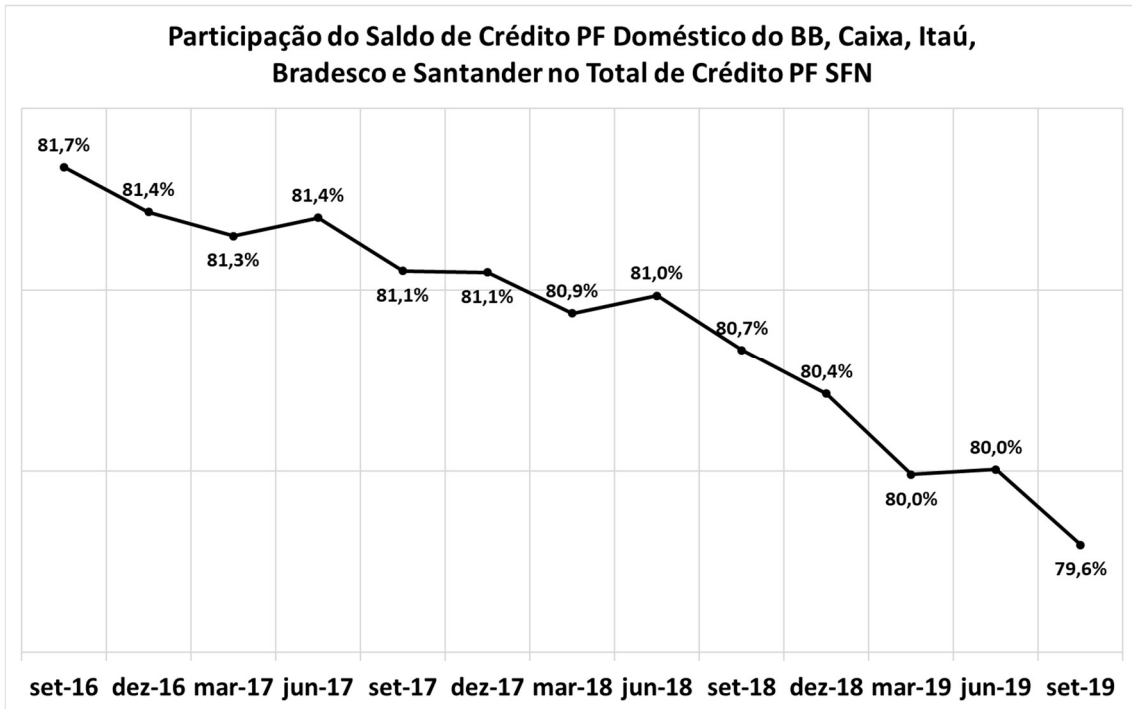


GRÁFICO 18

