



NOTA CEMEC

02/2015

**COMO AS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS SE FINANCIAM E A
PARTICIPAÇÃO DO MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA**

2010-2014

Fevereiro de 2015

NOTA CEMEC

02/2015

SUMÁRIO

São apresentadas estimativas da evolução e da composição do exigível financeiro consolidado das empresas não financeiras brasileiras no período de 2010 a 2014. A análise desses números mostra considerável redução de sua taxa de crescimento a partir de meados de 2013. Dois resultados chamam a atenção. Quando se inclui na dívida externa das empresas os empréstimos intercompanhias, classificados como investimento estrangeiro direto (IED) nas estatísticas de balanço de pagamentos, sua participação atinge 28%, mais que o dobro dos 12,2% calculados quando se inclui apenas a dívida registrada (15,8%). O segundo ponto é o forte aumento no grau de estatização do crédito bancário, que atingiu em 2014 mais da metade (54%) do crédito para empresas não financeiras, crescimento esse ocorrido basicamente após 2010, quando a economia já havia se recuperado da crise de 2008.

O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para finalidade de aplicação financeira ou qualquer outra que possa causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

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, do IBMEC ou de qualquer de seus apoiadores. Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões. A publicação foi produzida com as informações existentes em fevereiro de 2015.

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antônio Rocca

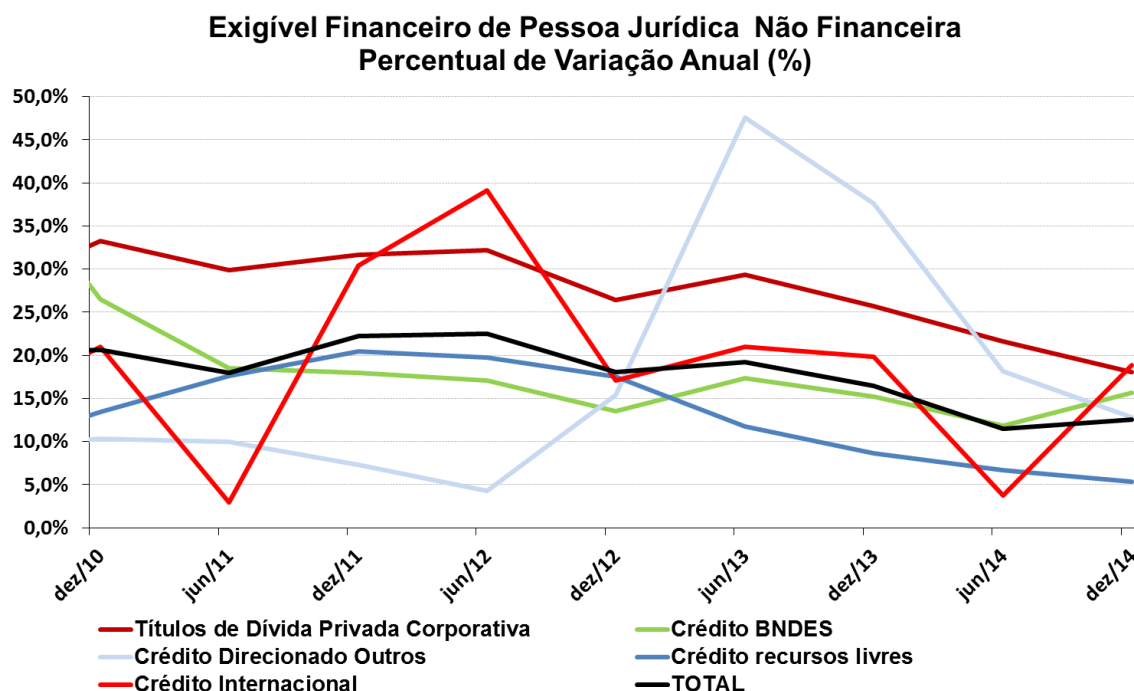
Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Elaine Alves Pinheiro e Fernando M. Fumagalli

1. Saldo de títulos de dívida corporativa é créditos direcionados são os componentes de maior crescimento do exigível financeiro das empresas 2008- 2014

No **Gráfico 01** pode-se observar a evolução das taxas de variação em períodos de 12 meses terminados em junho e dezembro de cada ano do exigível financeiro total das empresas não financeiras entre 2010 e 2014 e de suas principais fontes de financiamento.

GRÁFICO 01



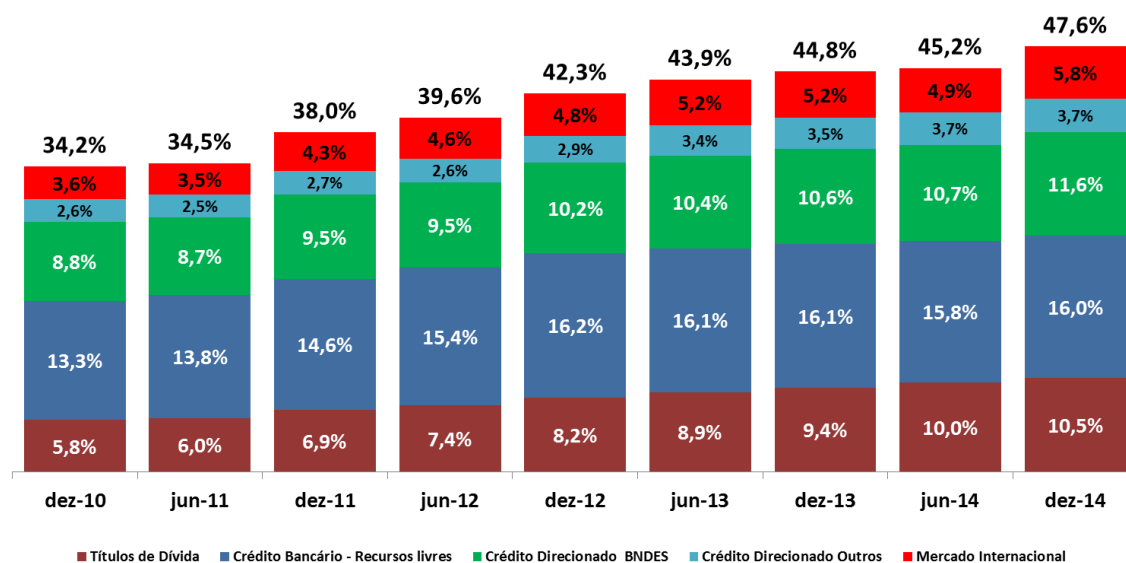
Verifica-se que especialmente partir de meados de 2013 a taxa de crescimento do saldo total apresenta tendência decrescente, flutuando até essa época em torno de 20% a.a., para se aproximar de 10% a.a. em fins de 2014. É evidente que as emissões de dívida privada corporativa são as que apresentam maior crescimento ao longo de todo o período analisado, com taxas próximas de 30% a.a. entre 2010 e 2012, declinando para cerca de 20% no final do período. Os

saldos de operações com o BNDES, que haviam dado um salto logo entre 2008 e 2010 para compensar a forte redução de crescimento do crédito de recursos livres, começam esse período ainda com taxas na faixa de 25% a 30% a.a. com tendência à redução até a faixa de 10% a 20% a.a. nos anos mais recentes.

No **Gráfico 02** são apresentadas as estimativas de evolução do saldo do exigível financeiro de todas as empresas não financeiras no período de 2010 a 2014 calculados como percentuais do PIB, e de suas principais fontes de recursos.

GRÁFICO 02

Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras % do PIB



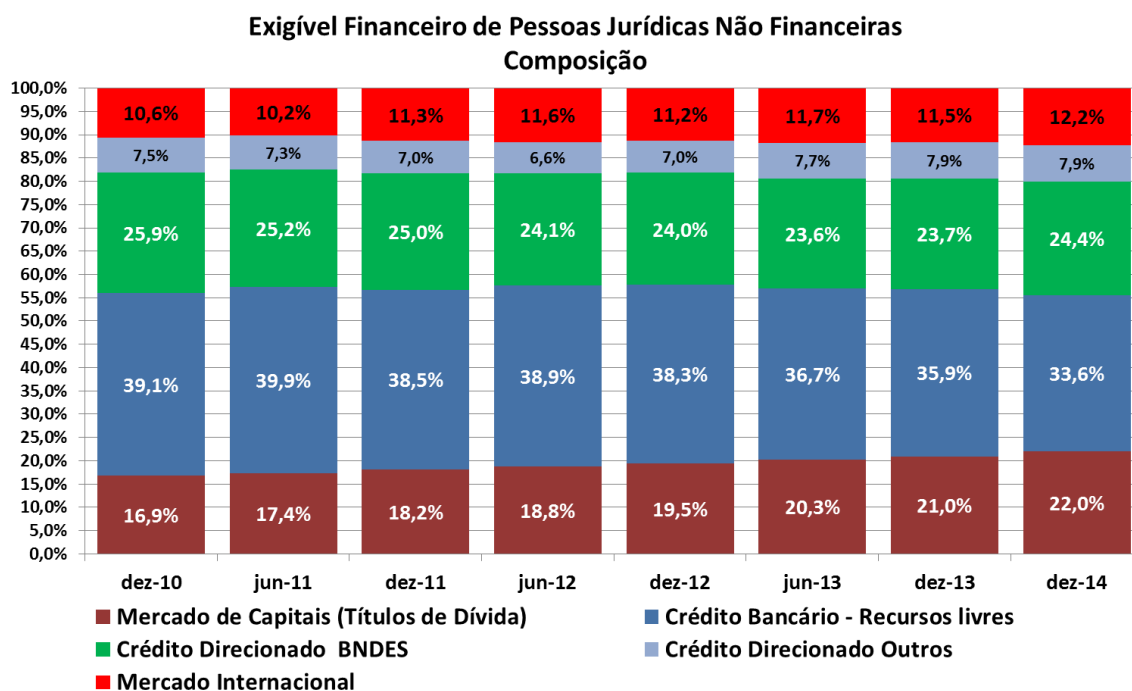
O exame desses números sugere as seguintes observações:

- a. A dívida total cresceu a taxas muito superiores às do PIB nesse período, elevando-se de 34,2% para 47,6% do PIB (13,4 p.p); a partir de junho de 2013 identifica-se acentuada desaceleração desse processo, de um crescimento de 3,9 pontos percentuais do PIB por ano para apenas 2,5% p.p. até dezembro de 2014.

- b. Todas as fontes de recursos crescem acima do crescimento do PIB, como evidenciado pela evolução dos respectivos coeficientes; a fonte de maior crescimento é o saldo de títulos de dívida corporativa, principalmente debêntures, com aumento de 4,7 p.p. (de 5,8% para 10,5% do PIB)¹;
- c. Com esse desempenho, verifica-se os recursos tomados pelas empresas com a emissão de títulos de dívida corporativa e com financiamentos do BNDES somados, tem superado o crédito de recursos livres desde 2011; em 2014 a soma desses dois componentes atinge 22,1% do PIB, contra 16,0% de recursos livres.

Como resultado dessas diferenças na velocidade de crescimento dessas fontes de financiamento em relação ao PIB, observa-se forte mudança na composição do exigível financeiro das empresas no período de 2010 a 2014, colmo se observa no **Gráfico 03**.

GRÁFICO 03



¹ Mais adiante mostra-se que uma parcela significativa desses títulos não vai a mercado, permanecendo na carteira das instituições financeiras.

A evolução da composição percentual do exigível mostra com mais clareza a forte mudança das fontes de captação de recursos de dívida por parte das empresas nesse período de 2010 a 2014.

- a. As operações de crédito bancário de recursos livres tiveram forte perda de participação nesse período, de 39,1% do exigível total para apenas 33,6%;
- b. Os recursos tomados nas demais fontes respondem por 61,7% do exigível total em 2014, destacando-se a parcela de 22,0% com títulos de dívida corporativa, percentual muito próximo do atingido pelo BNDES, de 24,4%;
- c. A participação do saldo de recursos captados mediante emissão desses títulos de dívida foi a que apresentou crescimento mais acentuado, evoluindo de 16,9% para 22,0% (+5,1 p.p.) que se compara com uma pequena redução do BNDES de 25,9% para 24,4% (-1,5 p.p.)².
- d. As fontes de crédito direcionado, somando-se o BNDES a outros recursos dessa natureza forma mantidos nesse período em torno de 1/3 dos recursos totais, participação equivalente ao total de crédito de recursos livres; certamente uma participação dessa magnitude tem efeitos relevantes na eficácia da política monetária, na medida em que as taxas de juros de empréstimo dessas linhas de crédito em geral não respondem às mudanças da taxa básica de juros.

2. Crescimento dos saldos de títulos de dívida corporativa superestima crescimento do volume de títulos colocados no mercado de capitais

Não obstante seja notável o crescimento da utilização de títulos de dívida corporativa por parte das empresas não financeiras, práticas de mercado³ fazem com que uma parcela considerável das debêntures emitidas não seja objeto de distribuição no mercado, permanecendo no ativo das instituições financeiras. Nesse caso, uma proporção das debêntures emitidas melhor

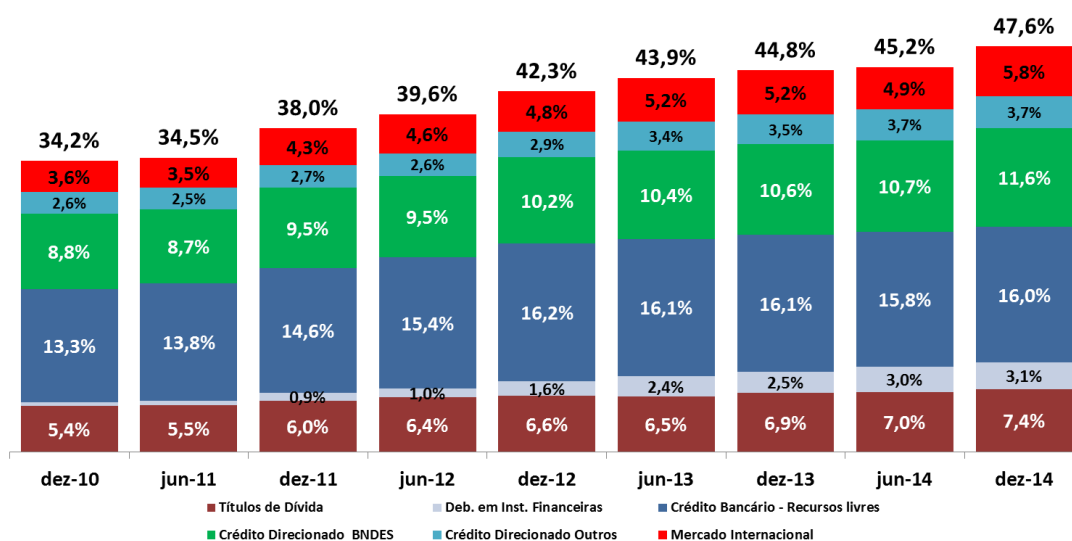
² O grande salto na participação do BNDES ocorreu entre 2008 e 2010, quando a taxa de crescimento do seu saldo de operações situou-se na faixa de 40% a 50% e sua participação passou de menos de 20% para os 25,9% observados em dezembro de 2010. .

³ Incentivadas pela isenção do IOF nessas operações quando comparadas com operações de o crédito bancário tradicional.

poderiam ser definidas como instrumentos colaterais de operações de crédito bancário. Usando os dados disponíveis⁴ relativos às debêntures adquiridas por instituições financeiras é possível obter uma estimativa das debêntures que se enquadram nessa categoria⁵. No **Gráfico 04** são apresentadas as estimativas feitas.

GRÁFICO 04

**Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras
% do PIB**



Na medida em que todas as debêntures que permanecem no ativo de instituições financeiras sejam consideradas como operações de crédito bancário, o saldo desses títulos colocados no mercado de capitais em 2014 se reduziria de 10,5% para 7,4%. Acrescentando-se ao saldo do crédito de recursos livres as debêntures na carteira dos bancos, essa seria a fonte de maior crescimento em relação ao PIB, de 5,4 p.p. (de 13,7% para 19,1%).

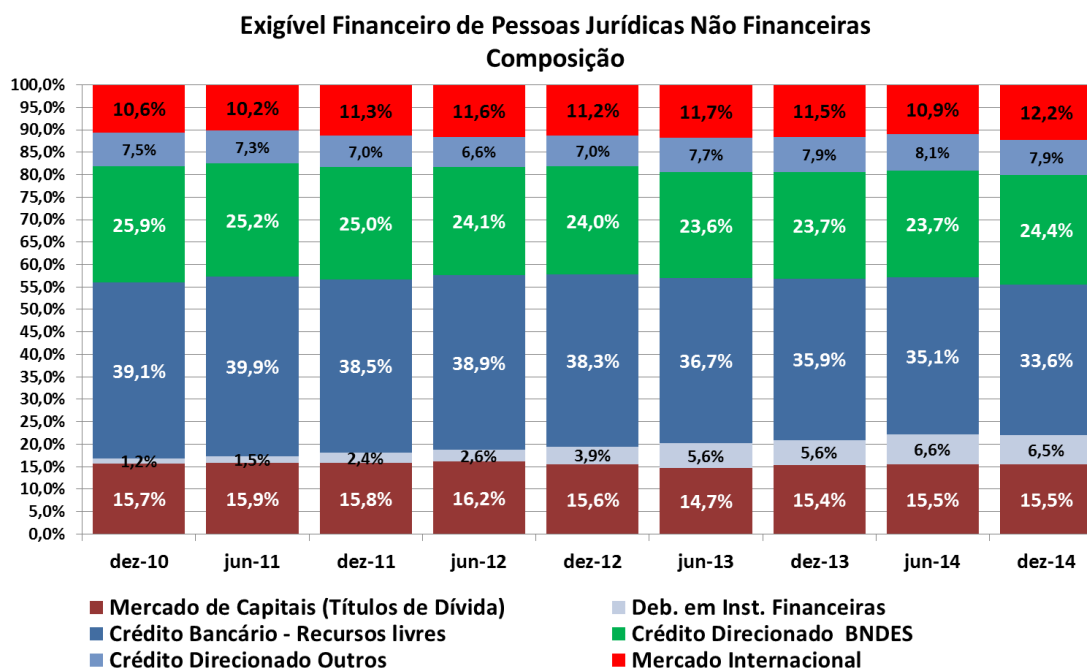
Nesse conceito, a participação de títulos de dívida corporativa e de crédito de recursos livres teriam permanecido praticamente estáveis entre 2010 e 2014, ocorrendo algum aumento apenas na participação de recursos tomados no

⁴ Fonte: CETIP

⁵ É possível que o número assim obtido leve a uma superestimação da proporção de debêntures utilizadas como garantia de operações de crédito, na medida em algumas dessas debêntures tenham sido adquiridas por instituições financeiras para compor sua carteira

mercado internacional⁶. Note-se que os saldos de dívida externa de cada ano são convertidos à taxa de câmbio vigente em cada data considerada na pesquisa. No **Gráfico 05** é apresentada a composição porcentual do exigível financeiro das empresas não financeiras.

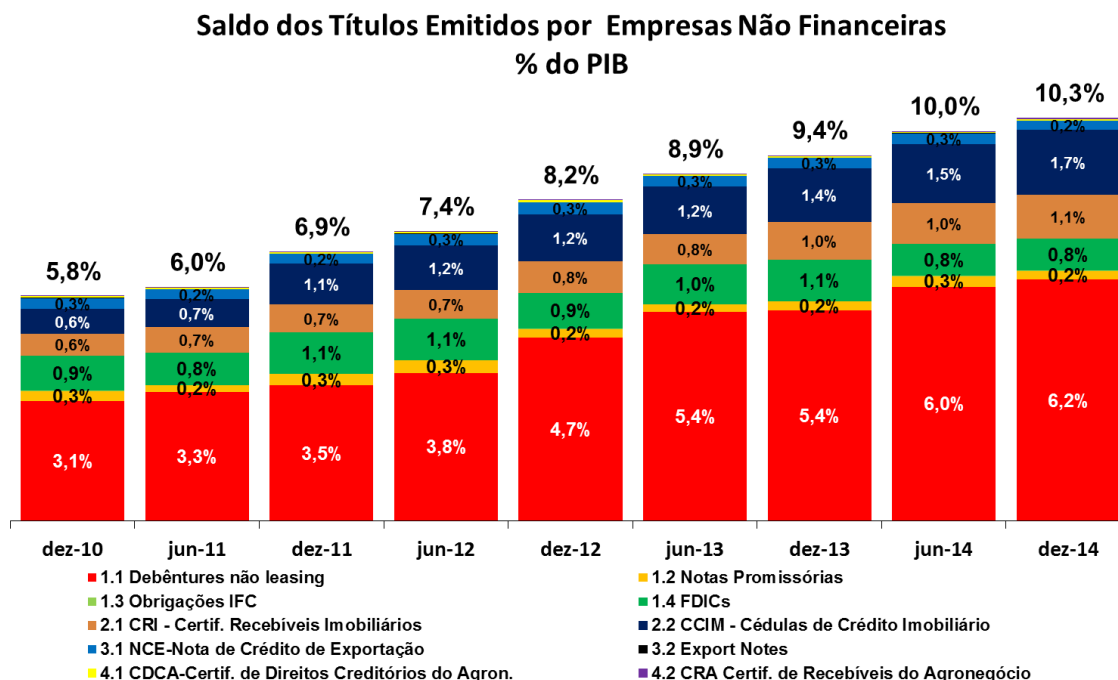
GRÁFICO 05



Entretanto, é importante levar em conta que além das debêntures, as empresas têm utilizado de modo crescente vários outros instrumentos de dívida corporativa. O **Gráfico 06** apresenta a evolução dos saldos desses instrumentos em proporção do PIB no período de 2010 a 2014.

⁶ Aqui é considerada apenas a chamada dívida registrada das empresas não financeiras; mais adiante são consideradas também os empréstimos intercompanhias.

GRÁFICO 06

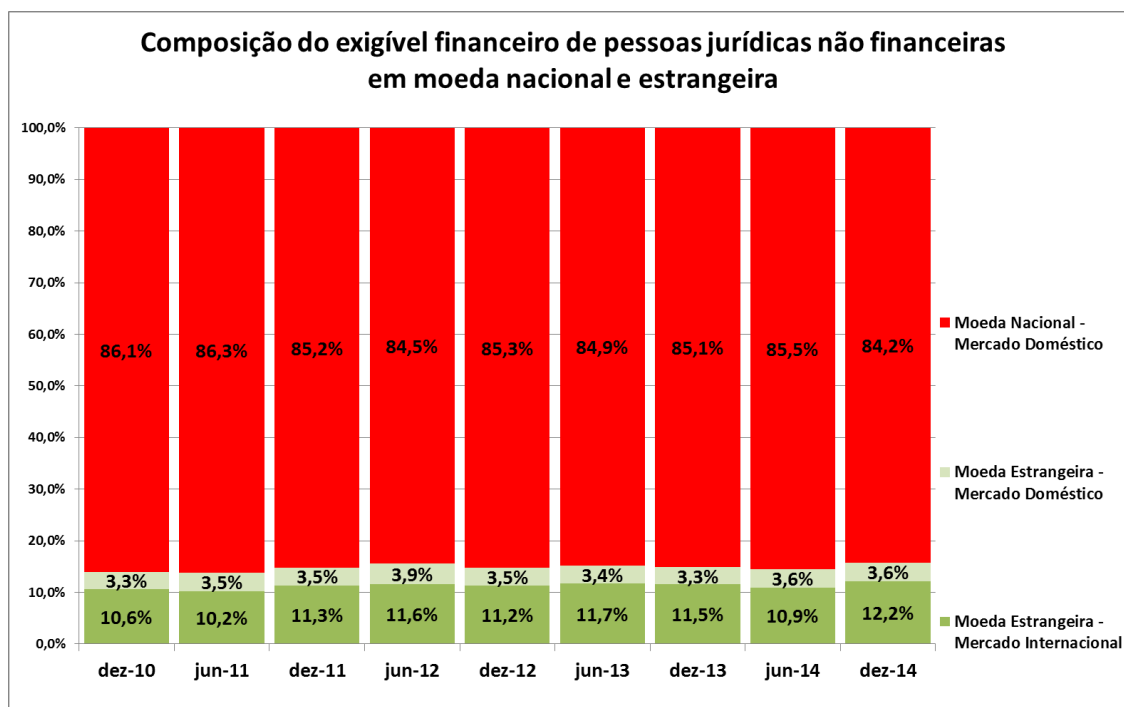


Embora as debêntures tenham aumentado sua participação nesse estoque também como resultado de sua inclusão em operações de crédito bancário, deve-se registrar que o saldo desses outros instrumentos elevou-se de 2,7% para 4,1% do PIB no período. Entre esses instrumentos, destaca-se especialmente sua utilização no financiamento imobiliário. Verifica-se forte crescimento do uso de Cédulas de Crédito Imobiliário, cujo saldo em relação ao PIB quase triplicou no período (de 0,6% para 1,7% do PIB) enquanto o saldo de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) quase dobrou, de 0,6% para 1,1% do PIB.

3. A participação de dívida externa registrada e recursos indexados a moeda estrangeira tem crescido pouco nos últimos anos.⁷

Dada a acentuada desvalorização do real observada recentemente, é relevante examinar como tem evoluído a participação de dívidas indexadas a moeda estrangeira no exigível das empresas não financeiras. Para tanto, é necessário agregar à captação de recursos feita no mercado Internacional, mediante a colocação de bonds e operações de crédito bancário (dívida registrada), as operações feitas no mercado doméstico, com indexação a moeda estrangeira. No **Gráfico 07** é possível observar essa evolução.

GRÁFICO 07



Fica evidenciado que nesse conceito a participação dos saldos de dívida indexados à moeda estrangeira tem apresentado crescimento modesto. Sua participação no exigível total das empresas não financeiras elevou-se em apenas 1,9 pontos percentuais, passando de 13,9% em 2010 para 15,8% em 2014. Note-se ainda que esses saldos traduzem a conversão dessas operações pela taxa

⁷ Neste item, foram considerados os recursos tomados no mercado internacional como dívida registrada, mais as operações feitas no mercado doméstico indexadas a moedas estrangeiras. Não foram incluídos portanto como exigível das empresas os empréstimos intercompanhias. Mais adiante são incluídos também esses empréstimos.

de câmbio vigente na data de referência, traduzindo portanto o valor dessas obrigações em moeda nacional, não traduzindo necessariamente a evolução de sua dívida em moeda estrangeira.

4. Quando os empréstimos intercompanhias são agregados às demais componentes de dívida em moeda estrangeira, a exposição cambial das empresas não financeiras é mais elevado e tem crescimento forte nos últimos anos.

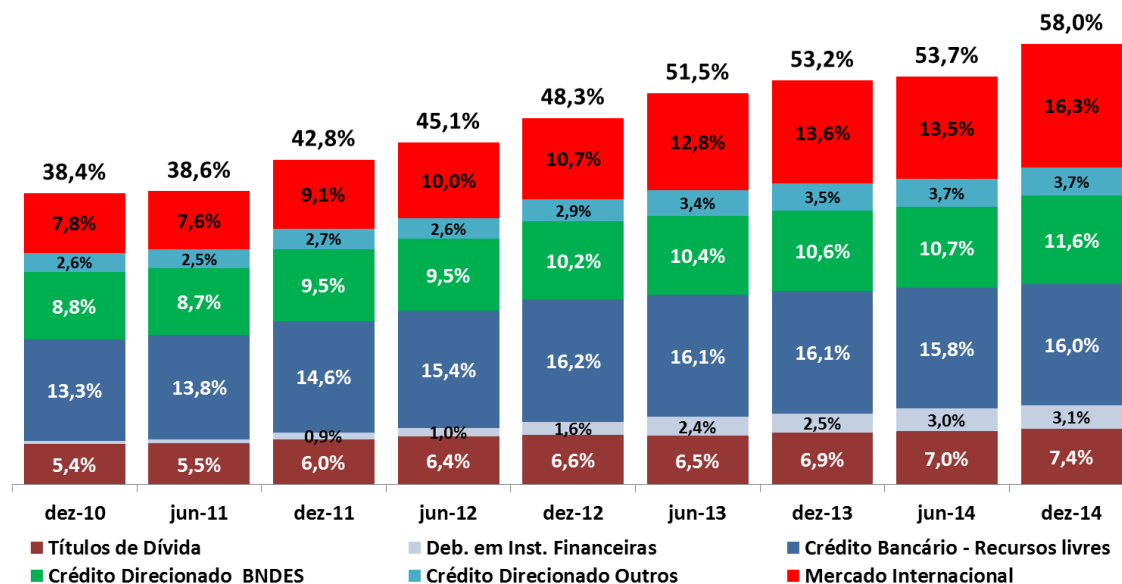
Tem sido frequente na imprensa, órgãos internacionais⁸ e trabalhos de analistas, a manifestação de preocupações com o significativo aumento da dívida externa das empresas brasileiras. Essas preocupações levam em conta também o impacto potencial da desvalorização cambial sobre a magnitude dos compromissos em moeda estrangeira sobre os resultados e a capacidade financeira dessas empresas.

Os dados de dívida registrada divulgados pelo BACEN, utilizados no item anterior, não indicam esse crescimento. Ocorre que no conceito do BACEN, os empréstimos intercompanhias são classificados como investimento estrangeiro direto (IED) e não como dívida, por serem operações feitas entre matriz e filial da mesma empresa. Sem entrar no debate conceitual envolvido nessas classificações, fica claro que a inclusão dos empréstimos intercompanhias no conceito de dívida externa faz uma grande diferença na proporção de endividamento em moeda estrangeira. No **Gráfico 07** é utilizado esse conceito, incluindo os empréstimos intercompanhias.

⁸ Ex. BIS, FMI

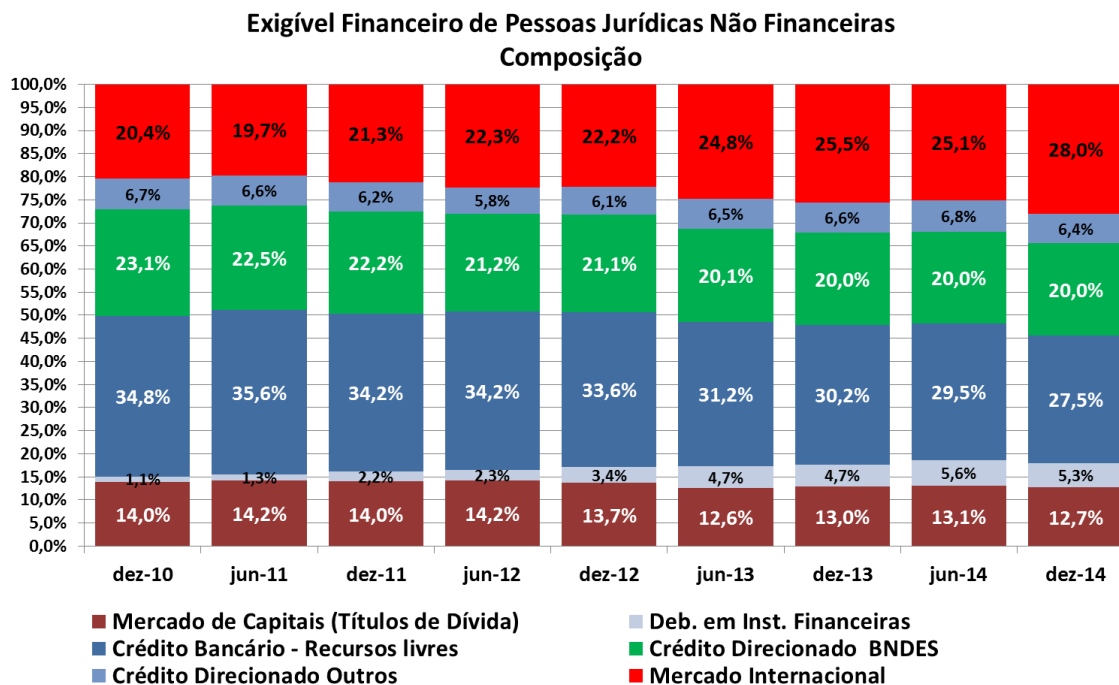
GRÁFICO 07

**Exigível Financeiro de Pessoas Jurídicas Não Financeiras
% do PIB**



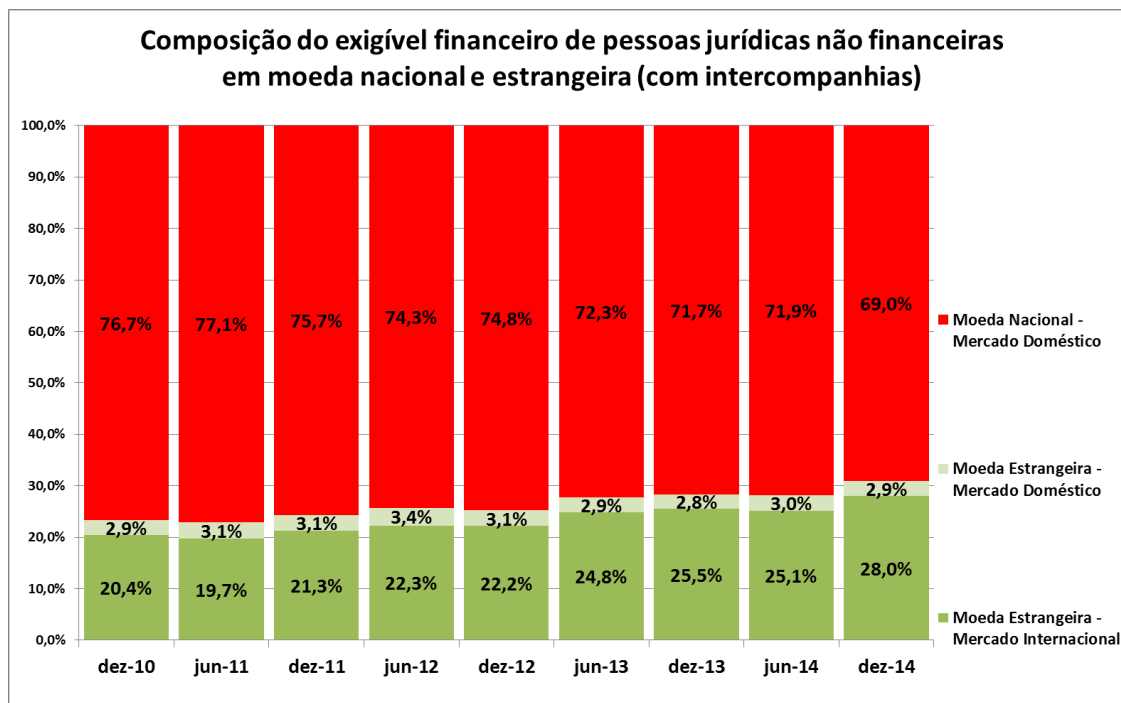
O impacto da inclusão dos empréstimos intercompanhias é bastante forte. De um intervalo de 3,6% a 5,8% do PIB no conceito de dívida registrada (Gráfico 04), migra-se para um quadro em que a dívida externa dessas empresas já seria de 7,8% do PIB em 2010 e teria crescido para 16,3% do PIB em 2014. A composição porcentual do exigível nesse novo conceito revela o crescimento de sua importância nos últimos anos. **(Gráfico 08).**

GRÁFICO 08



Nesse conceito, além de um aumento substancial da parcela de dívida externa, o crescimento modesto de sua participação no período de 2010 a 2014 é substituído por uma clara tendência de crescimento desde o período de 12 meses encerrado em junho de 2011 (19,7%) até dezembro de 2014 (28,0%). Se for acrescentada a parcela de recursos tomados no mercado doméstico em moeda nacional mas indexados à moeda estrangeira, a exposição cambial é aumentada em 2,9 p.p., para 30,9% em 2014 contra apenas 23,3% em 2010, como indicado no **Gráfico 09**.

GRAFICO 09



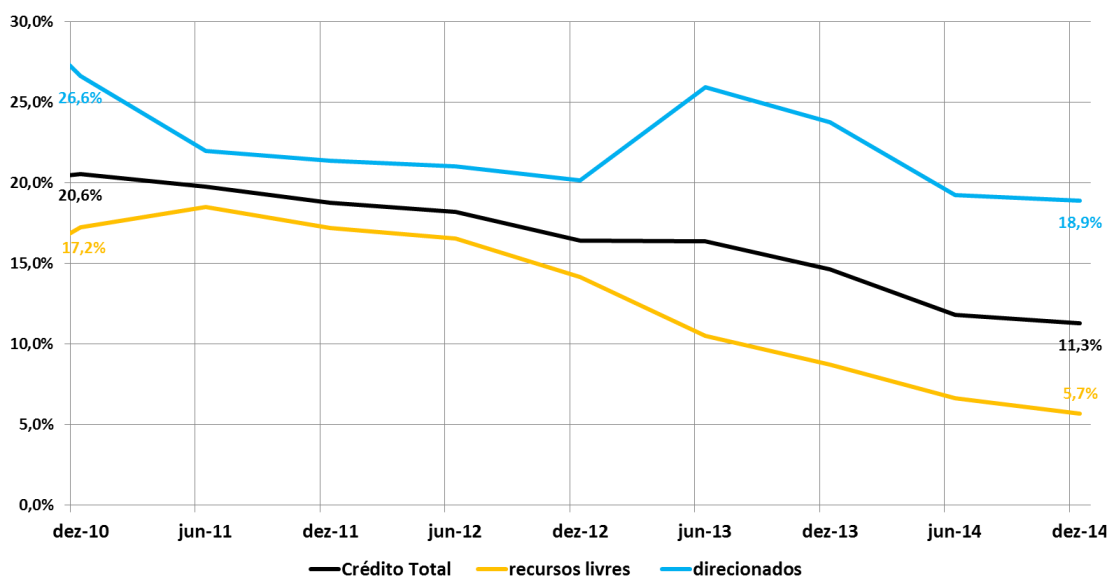
5. Operações de crédito direcionado tem crescimento acelerado e grande aumento de participação no saldo de crédito bancário

Uma característica significativa da evolução do crédito bancário nos últimos anos tem sido o forte crescimento de linhas de crédito direcionado, como é caso de financiamentos do BNDES para empresas e operações de crédito imobiliário para pessoas físicas. O **Gráfico 10** mostra a evolução das taxas de crescimento dos saldos de crédito bancário total para empresas e pessoas físicas e dos seus componentes, em termos de recursos livres⁹ e direcionados.

⁹ Não foram acrescentadas aqui no saldo das operações de crédito livre as operações que se assemelham a crédito de recursos livres como a emissão de debêntures que permanecem na carteira das instituições financeiras, alternativa essa utilizada no item 2 desta Nota.

GRÁFICO 10

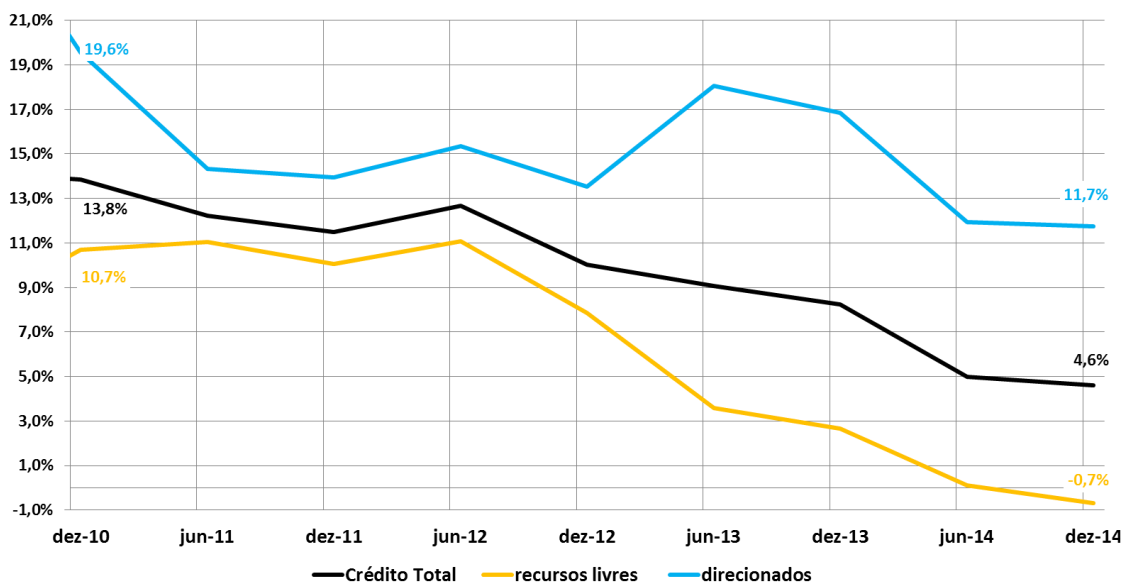
**Crédito Total do SFN - taxas anuais de var. do estoque
(nominal)**



Os saldos de crédito direcionado apresentam taxas de crescimento muito superiores às observadas nas operações de crédito de recursos livres. Isso ocorre especialmente a partir de meados de 2013, quando o crescimento dos recursos direcionados dá um salto de 20% para 25% a.a. enquanto a taxa de crescimento do crédito de recursos livres apresenta queda continuada até o fim do período. No período de 12 meses encerrado em dezembro de 2014, o crédito direcionado tinha crescido pouco abaixo de 20% a.a (18,9%) enquanto as operações de recursos livres apresentam crescimento de apenas 5,7%. Essa diferença de desempenho se torna ainda mais evidente ao se calcular as taxas reais de crescimento dessas operações, deflacionadas pela variação do IPCA, apresentadas no **Gráfico 11**.

GRÁFICO 11

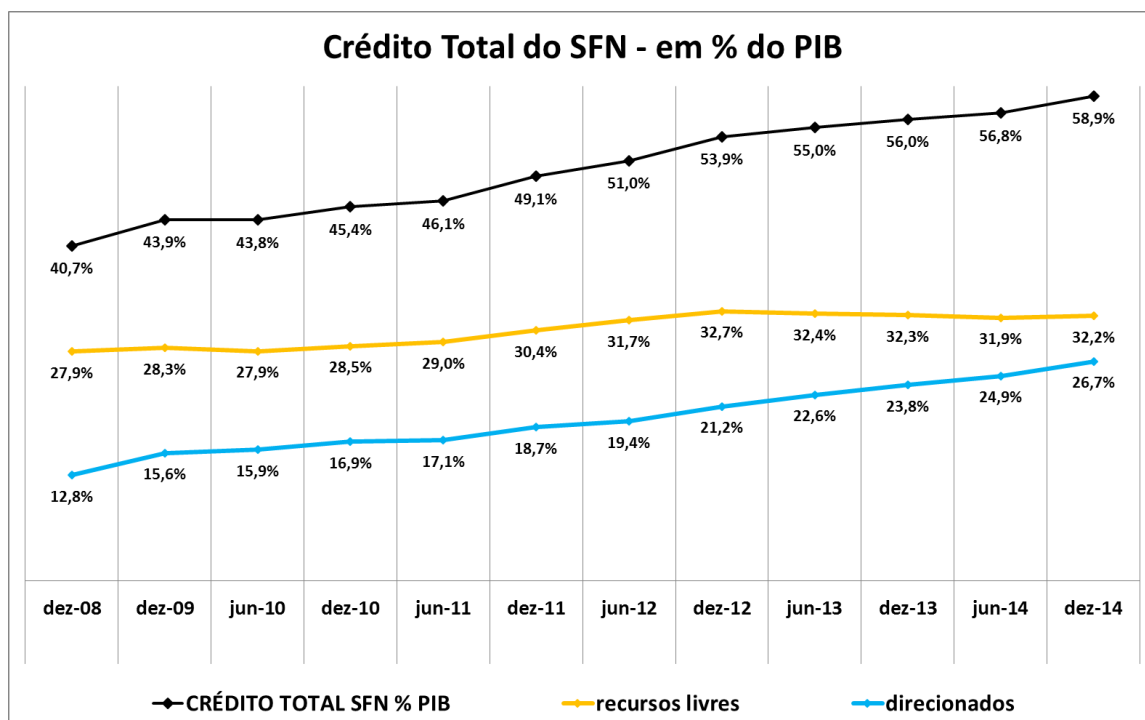
**Crédito Total do SFN - taxas anuais de var. do estoque
(real IPCA a preços de dez14)**



Desde meados de 2012 verifica-se forte desaceleração do crescimento real do crédito total, de cerca de 12% a.a. para apenas 4,6% a.a. Esse movimento foi determinado principalmente pela queda da taxa de crescimento de recursos livres, de cerca de 11%, no período de 12 meses encerrado em junho de 2012, para a queda de -0,7% verificada em 2014.

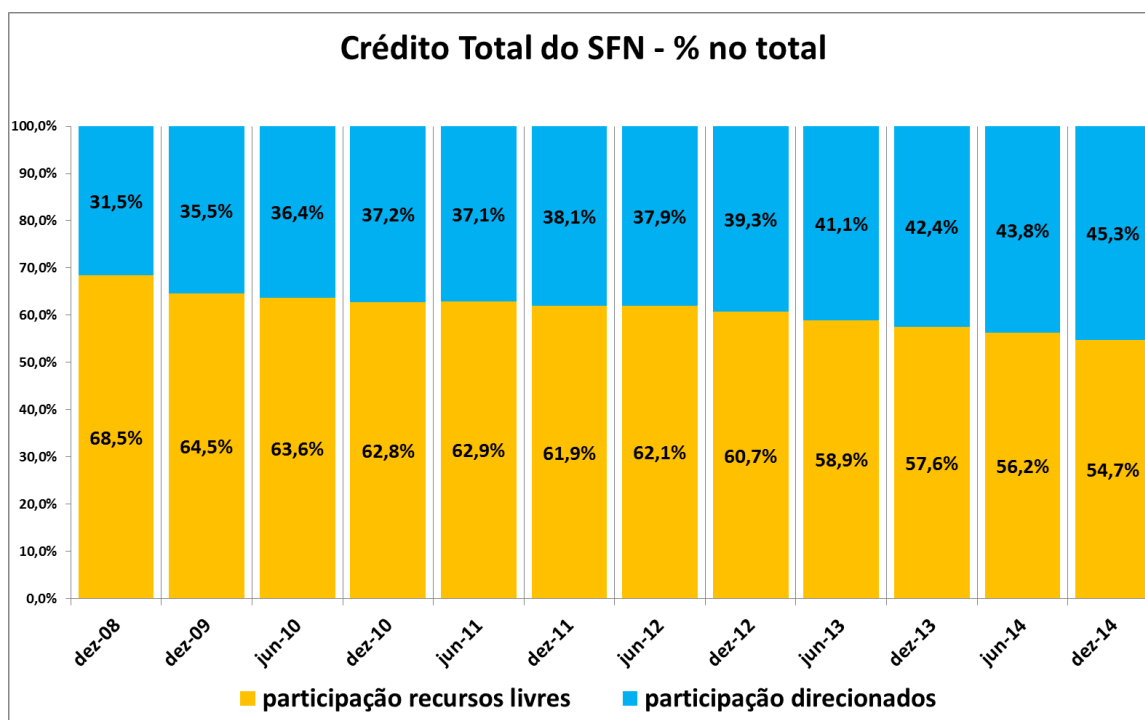
Como resultado, o coeficiente das operações de crédito direcionado em relação ao PIB mais que dobra entre 2008 e 2014, de 12,8% para 26,7%, enquanto o saldo de crédito de recursos livres apresenta um aumento modesto de apenas 4,3 p.p., elevando-se de 27,9% para 32,2% do PIB. O **Gráfico 12** ilustra esses resultados.

GRÁFICO 12



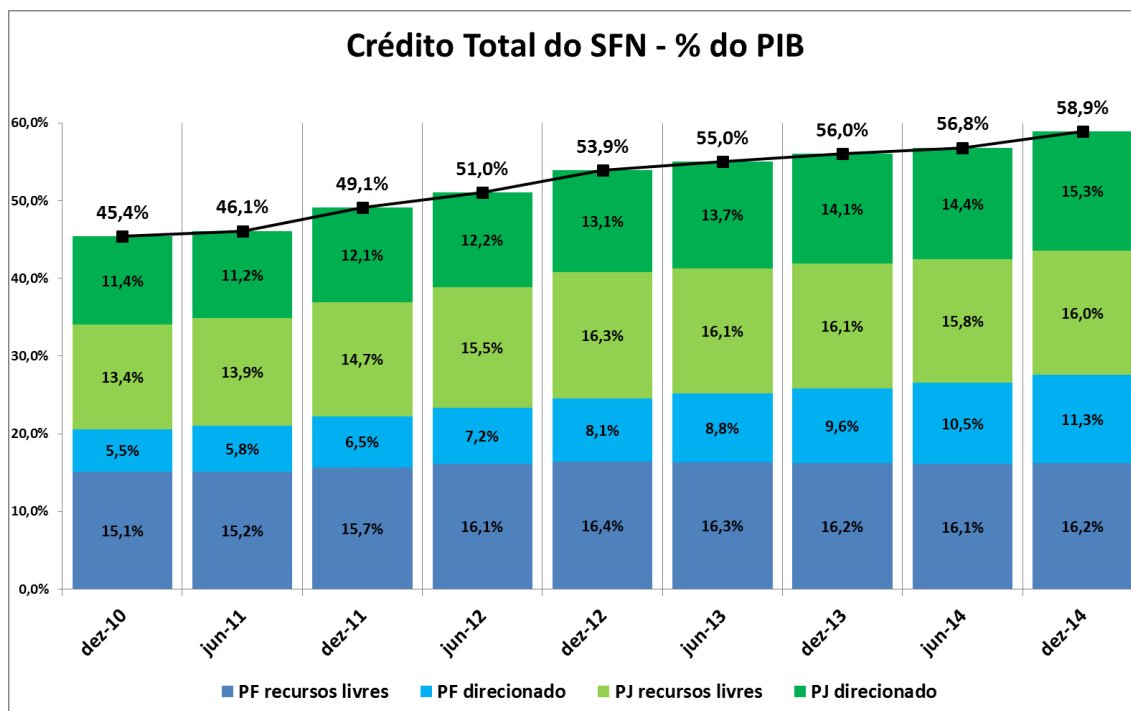
Da mesma forma, a participação das operações de crédito direcionado no total aumenta de modo significativo, de 31,5 para 45,3% do total (**Gráfico13**)

GRÁFICO 13



Esse resultado é gerado pelo crescimento de crédito direcionado para empresas e pessoas físicas, como evidenciado no **Gráfico 14**.

GRÁFICO 14



6. Mais da metade do crédito para empresas não financeiras é fornecido por bancos públicos

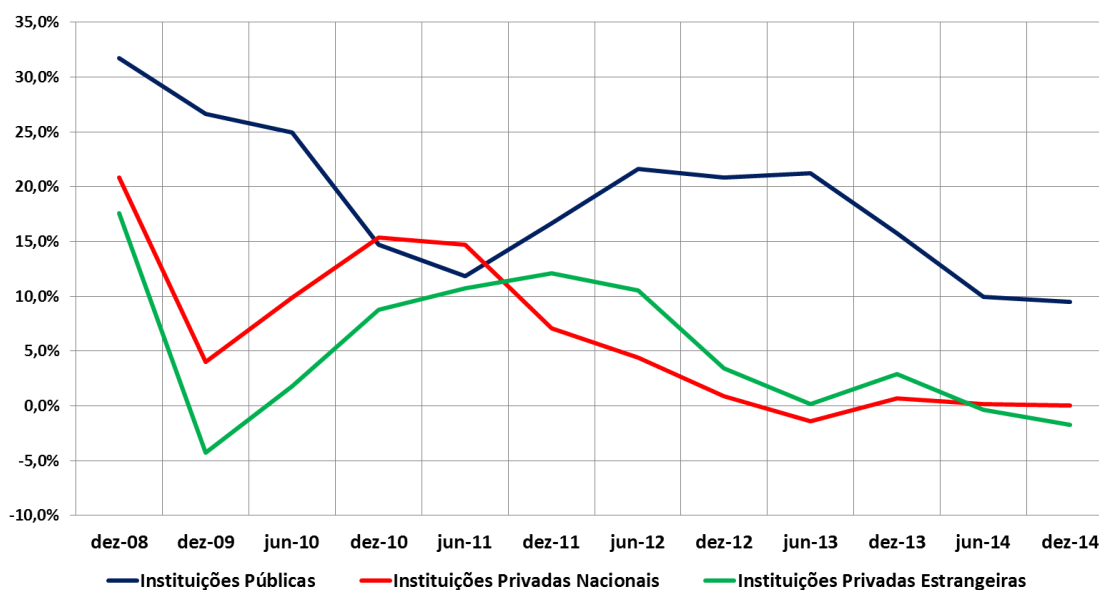
O **Gráfico 15** mostra o empenho com que a política econômica oficial reforçou a atuação dos bancos públicos¹⁰ visando sustentar a decisão de reduzir a taxa de juros e recuperar algum dinamismo da economia, ao lado de várias outras ações pontuais adotadas com o mesmo objetivo. Ultrapassado o período em que a taxa de crescimento do crédito de bancos oficiais cresceu fortemente para compensar os efeitos negativos da crise sobre o crédito de bancos privados, sua taxa de crescimento se reduz de valores superiores a 30% a.a para cerca de 12% a.a. em meados de 2011, em nível inferior até ao crescimento dos bancos privados

¹⁰ Como se sabe, o reforço de atuação dos bancos públicos nesse período foi um dos componentes da decisão de baixar rapidamente as taxas de juros, combinando acentuada redução da taxa básica de juros com a adoção de uma política agressiva de redução de juros por parte dos bancos oficiais, que resultou em significativo aumento de sua participação no mercado de crédito.

nesse período, em torno de 15% a.a. A partir dessa data, segue-se período de forte descolamento de desempenho, em que o crescimento dos bancos públicos salta para mais 20% a.a. ao mesmo tempo em que a taxa de crescimento do crédito dos bancos privados apresenta tendência de queda continuada, até atingir valores próximos de zero em 2013 e 2014.

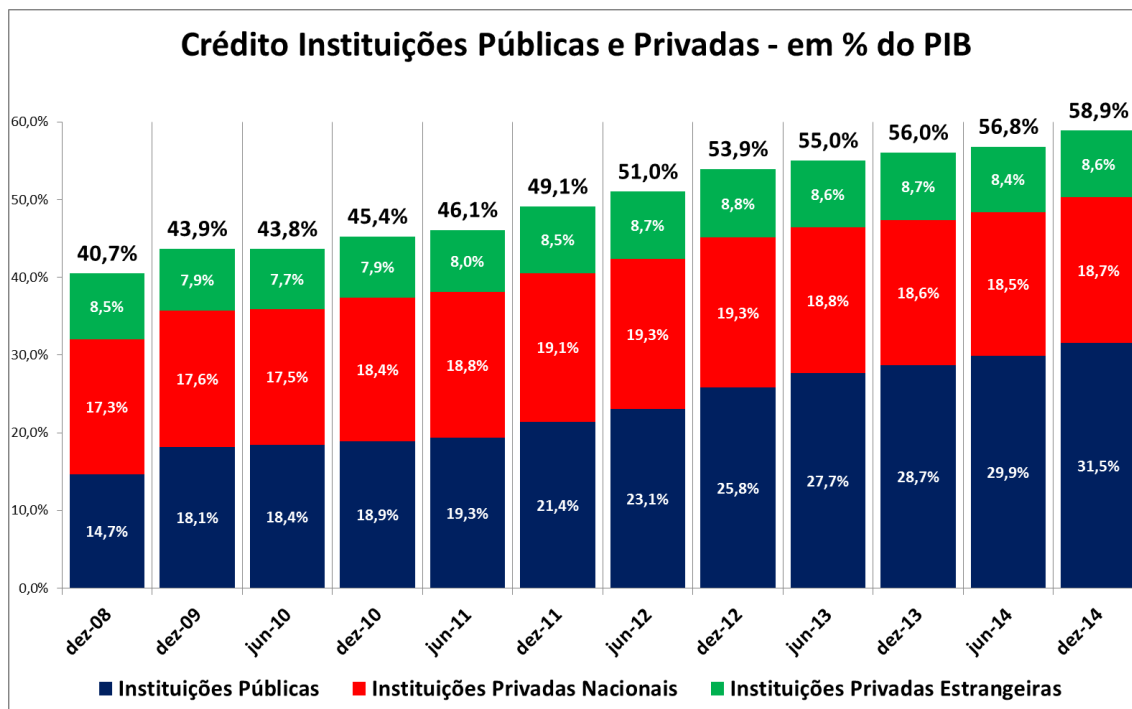
GRÁFICO 15

**Crédito Instituições Públicas e Privadas - taxas anuais reais
de var. do estoque (IPCA)**



Como resultado desse desempenho, observa-se forte aumento do coeficiente do saldo de crédito dos bancos públicos em relação ao PIB, de 14,7% para 31,6% entre 2008 e 2014. Ao mesmo tempo, há quase estabilidade do coeficiente dos bancos privados nacionais de 17,3% para 18,7% do PIB e dos estrangeiros de 8,5% para 8,6% do PIB. O **Gráfico 16** permite observar esses movimentos.

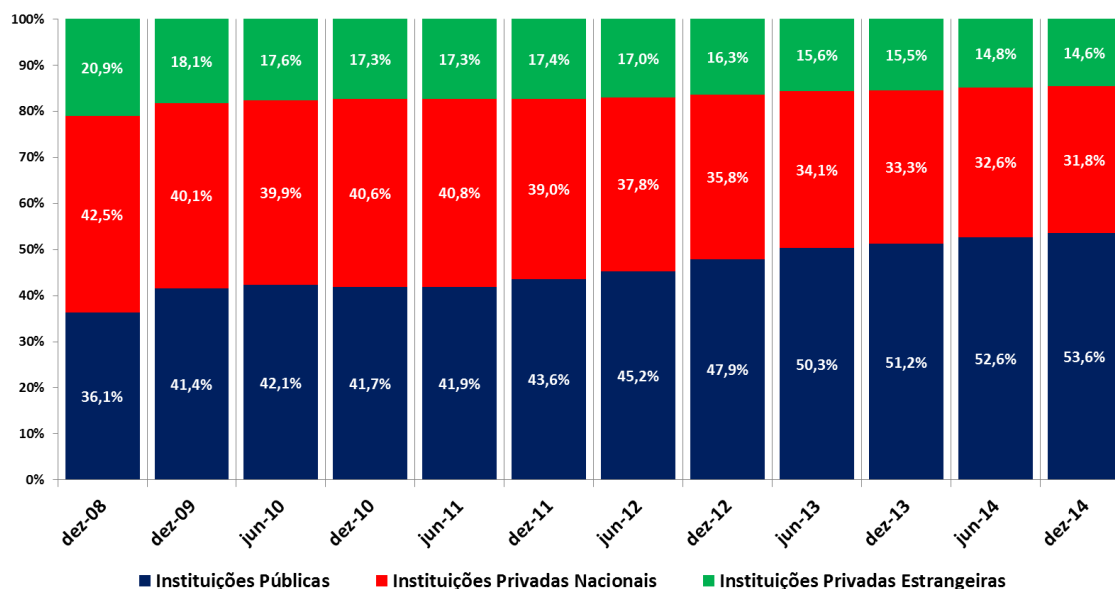
GRÁFICO 16



Desse modo, promoveu-se forte aumento no grau de estatização do crédito bancário no período em exame, fazendo com que em 2014 o saldo de operações de crédito dos bancos oficiais atingisse mais da metade (54% do crédito bancário total da economia (**Gráfico 17**).

GRÁFICO 17

Crédito Instituições Públicas e Privadas - % no total



Embora uma análise dos fatores determinantes desse comportamento não seja parte do escopo desta nota, é relevante notar que parcela considerável desse aumento de participação não se deve à atuação compensatória da retração dos bancos privados ocorrida no período da crise de 2008. Cerca de 2/3 do aumento total de participação dos bancos públicos no crédito total de 17,5 p.p., ou seja 11,7 p.p., ocorreram a partir de dezembro de 2010, quando a economia já havia ultrapassado os efeitos da crise, tendo apresentado crescimento de 7,5% do PIB naquele ano.