

# 9º. SEMINÁRIO CEMEC DE MERCADO DE CAPITAIS

CENTRO DE ESTUDOS DE  
MERCADO DE CAPITAIS

**CEMEC**

## Financiamento de Investimentos no Brasil e nas Companhias Abertas

São Paulo  
31/Maio/2011



**IBMEC**

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais



# **9º. SEMINÁRIO CEMEC DE MERCADO DE CAPITAIS**

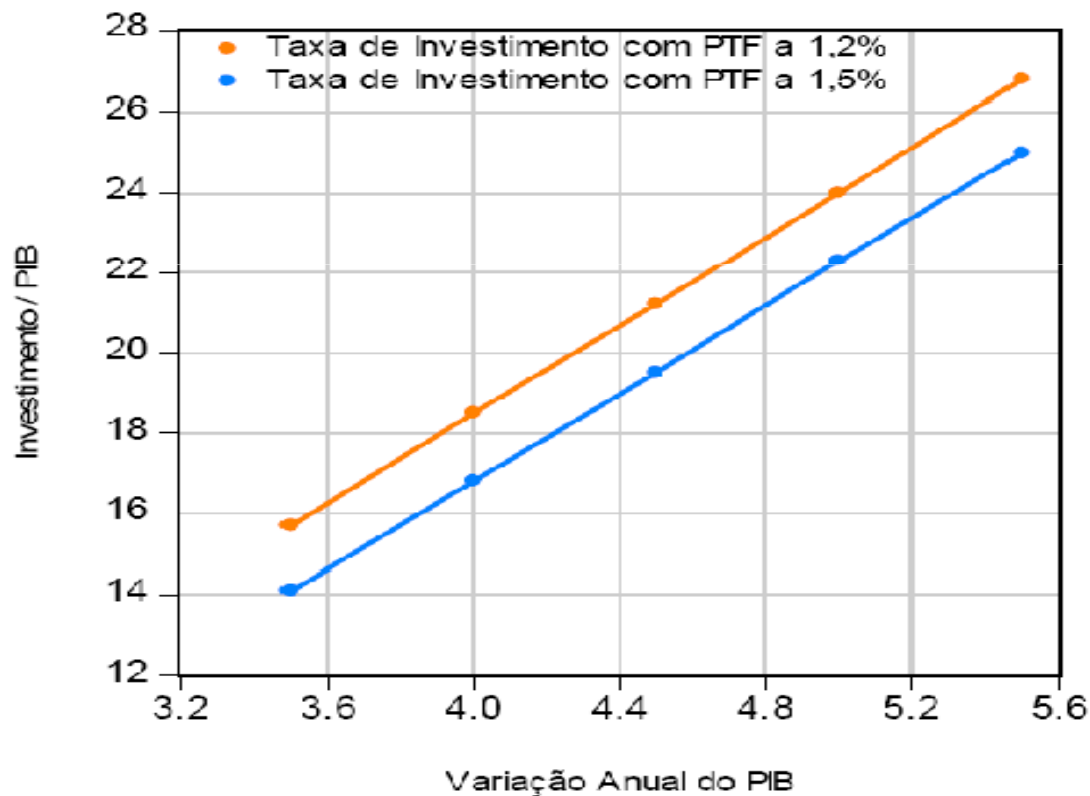
## **SUMÁRIO**

- 1. VISÃO MACROECONÔMICA: FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NA ECONOMIA BRASILEIRA**
- 2. PADRÃO DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PRIVADO: EMPRESAS E FAMÍLIAS 2005-2010**
- 3. SIMULAÇÃO: FINANCIAMENTO DE INVESTIMENTOS E A COBERTURA DO DÉFICIT EM CONTAS CORRENTES**
- 4. CONDIÇÕES PARA MERCADO DE CAPITAIS DOBRAR OU TRIPLICAR PARTICIPAÇÃO**
- 5. COMO AS EMPRESAS BRASILEIRAS SE FINANCIAM: 2000/2010**
- 6. FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO DAS COMPANHIAS ABERTAS**

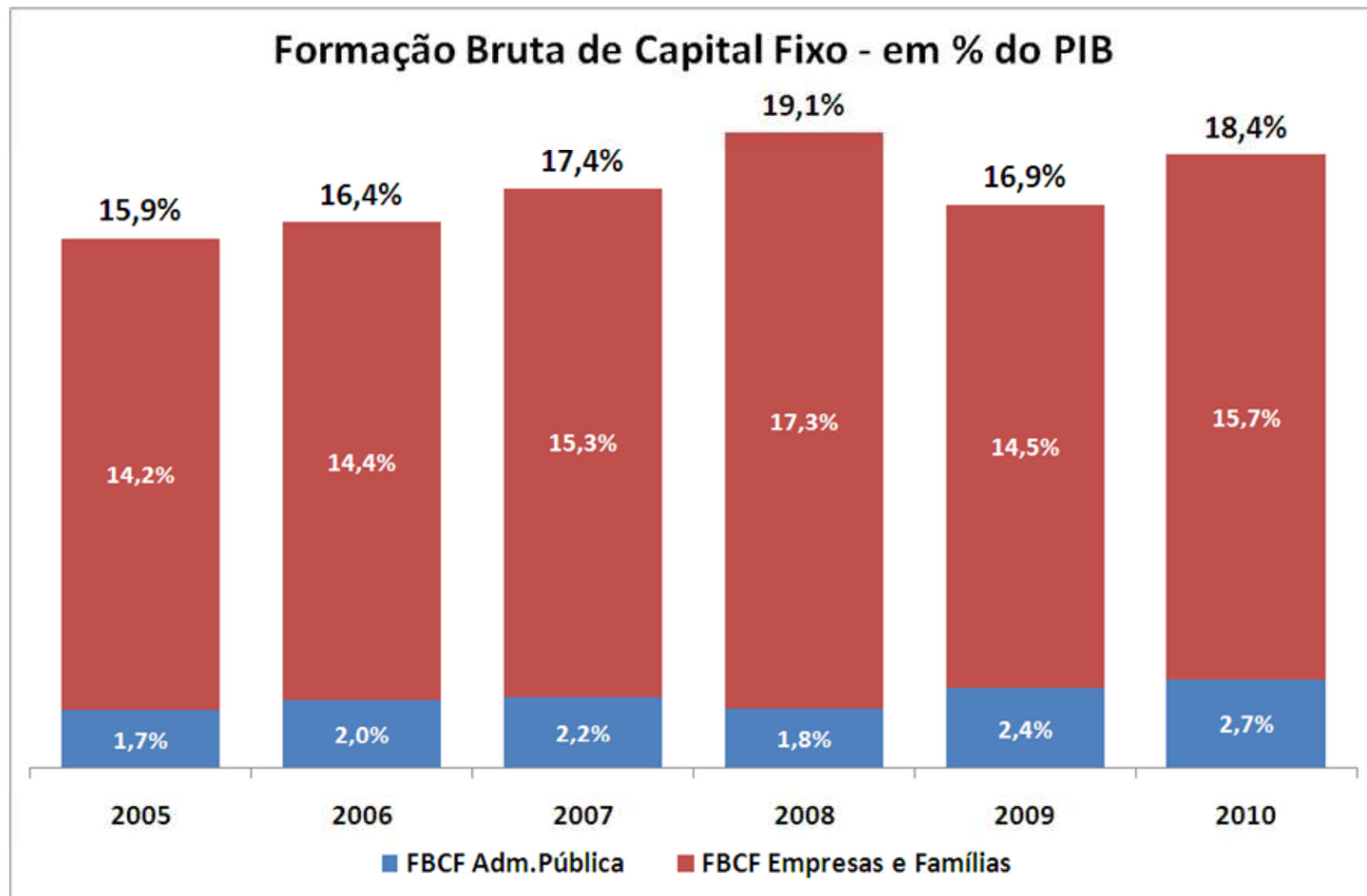
# **1. VISÃO MACROECONÔMICA: FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NA ECONOMIA BRASILEIRA**

a) **Crescimento de 4,5 a 5,0% nos próximos anos requer taxa de investimento (FBCF) de 21 a 25%**

### Taxas de investimento e taxas de crescimento do PIB

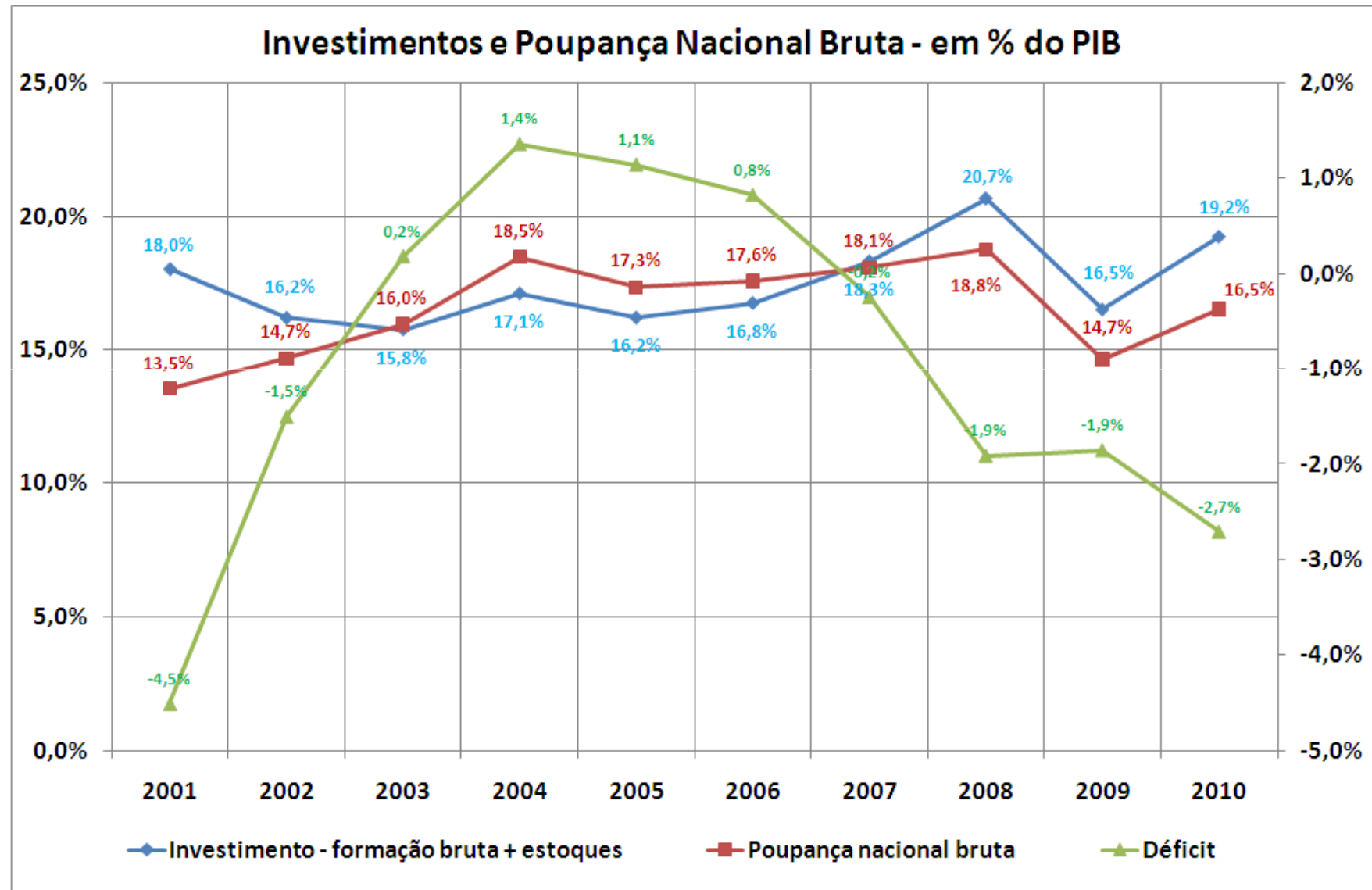


## b) A taxa de investimento recente é muito baixa



FONTE: Contas Nacionais – IBGE para FBCF total; para 2007 a 2010 a FBCF de Adm. Públicas é estimada pelo CEMEC.

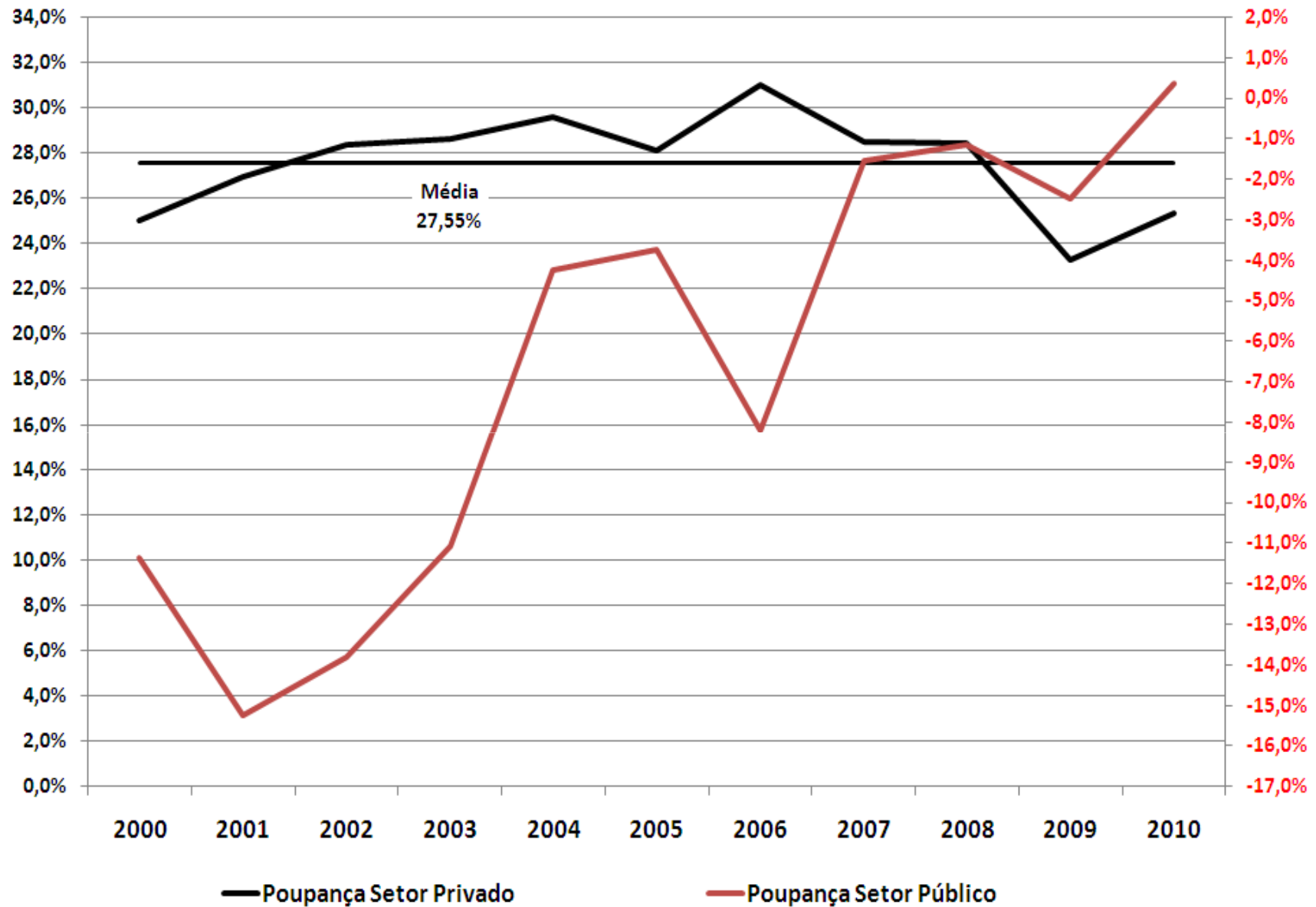
**c) Mesmo assim a poupança nacional bruta < investimentos;  
necessário complementação da poupança externa**



**d) Problema: nas últimas três décadas poupança do setor público caiu; 2010 pequena recuperação; poupança do setor privado é positiva e estável**

PERÍODO	CARGA TRIBUTÁRIA BRUTA: % DO PIB	POUPANÇA DO SETOR PÚBLICO: % DA CARGA TRIBUTÁRIA	POUPANÇA SETOR PRIVADO: % (PIB menos CARGA TRIBUTÁRIA)
1980-1989	24,9%	1,8%	27,3%
1990-1999	26,8%	-8,1%	26,1%
2000-2009	33,1%	-7,3%	27,8%
Variação	+ 8,2 pontos de %	-9,1 pontos de %	+0,5 pontos de %
2010	35,2%	0,35%	25,3%

# Poupança dos Setores Público e Privado – em % do PIB





**e) Conclusão: para crescer 4,5% a 5,0% nos próximos anos é necessário aumentar investimentos e agregar poupança externa**

**1. No curto prazo será difícil aumentar taxa de poupança interna (\*) significativamente:**

- a. poupança do setor público tem sido negativa, pequena recuperação em 2010 (\*\*); despesas correntes inflexíveis; redução em relação ao PIB: médio e longo prazo;**
- b. poupança setor privado/PIB relativamente estável há três décadas.**

**2. Complementação de poupança externa é necessária para financiar investimentos; solução de financiamento envolve duas questões:**

- a. mobilização e alocação de poupança interna;**
- b. financiamento do déficit em contas correntes.**

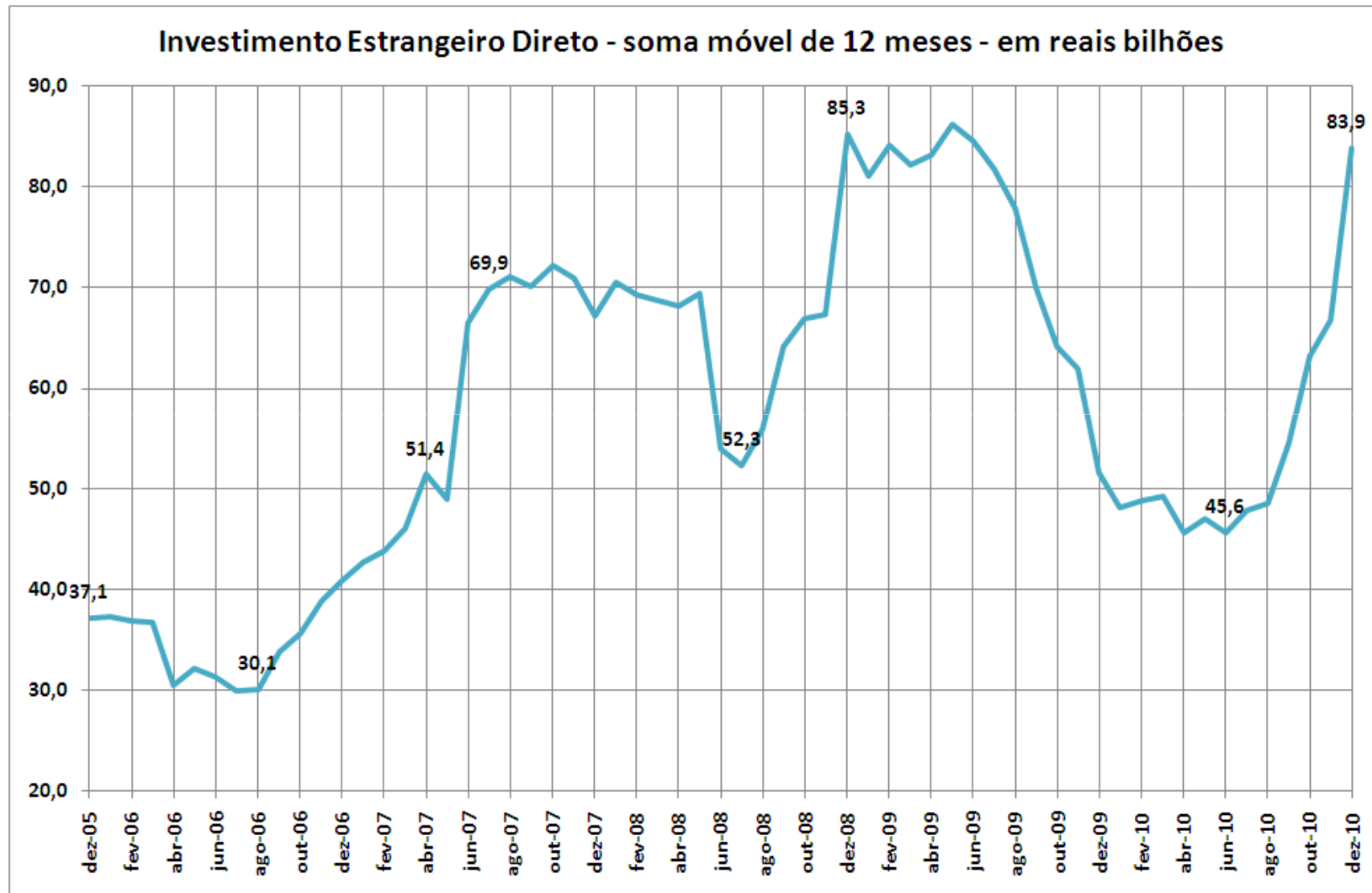
(\*) Poupança interna bruta/PIB = 16,5% em 2010 (fonte IBGE). (\*\*) 0,35% sobre carga tributária bruta

**2. PADRÃO DE FINANCIAMENTO  
DO INVESTIMENTO PRIVADO:  
EMPRESAS E FAMÍLIAS  
2005-2010**

## **Foram levantadas as principais fontes tradicionais de financiamento de longo prazo dos investimentos:**

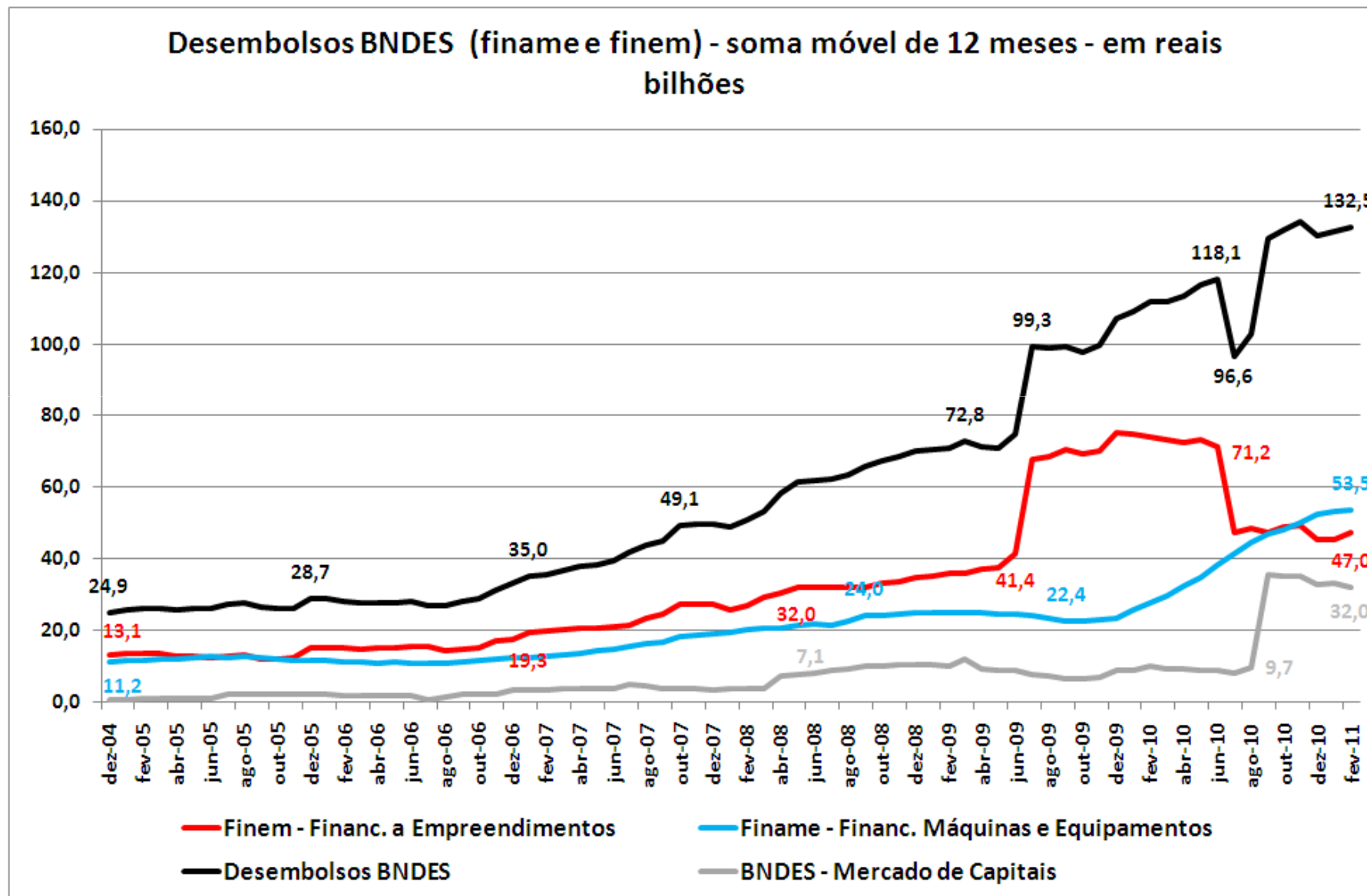
- Investimento Estrangeiro Direto;
- Desembolsos BNDES em financiamentos a empreendimentos e máquinas e equipamentos;
- Desembolsos FGTS em financiamentos à produção habitacional e saneamento;
- Desembolsos SBPE em financiamentos à produção habitacional;
- Emissões externas (bonds e notes) de empresas não financeiras pela taxa de câmbio média;
- Mercado de capitais: emissão de ações e títulos de dívida privada;
- Recursos Próprios - por diferença entre o total dos investimentos e o obtido dessas fontes.

## a) Investimento Estrangeiro Direto



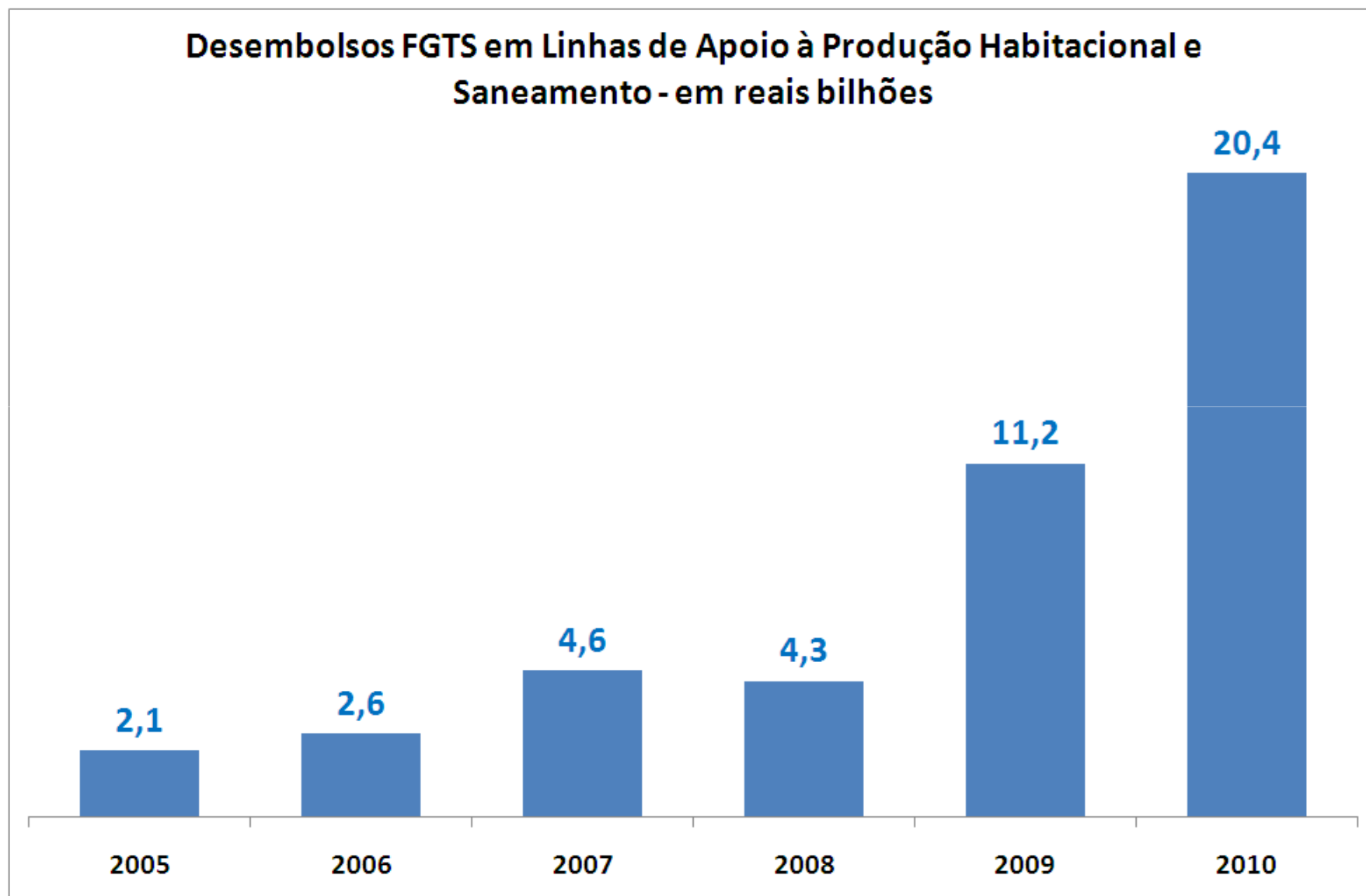
FONTE: Balanço de Pagamentos – BACEN, convertido para reais pelo câmbio médio do mês.

## b) Desembolsos BNDES em financiamentos a empreendimentos e máquinas e equipamentos



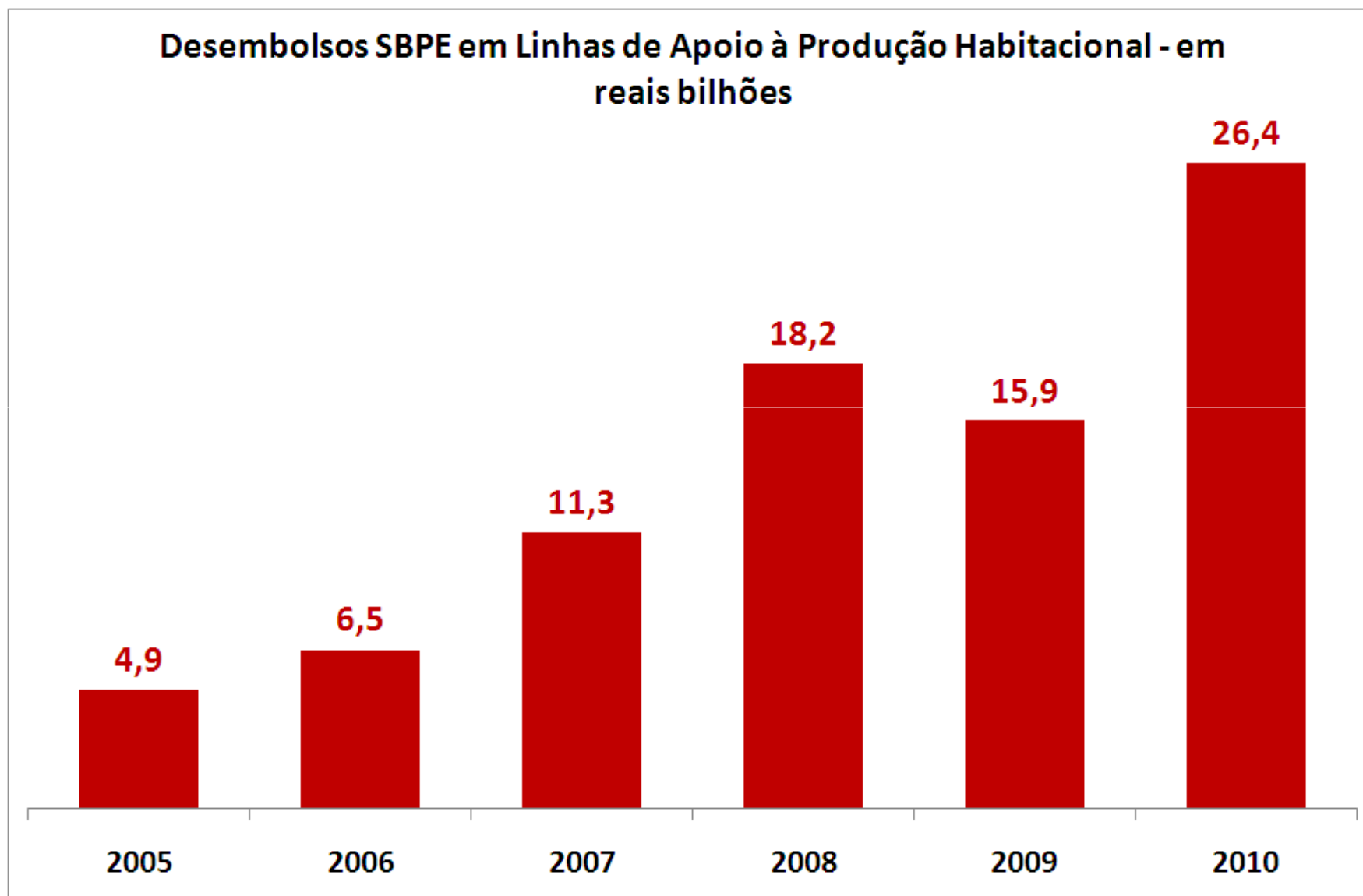
FONTE: BNDES

### c) Desembolsos FGTS em financiamentos à produção habitacional e saneamento



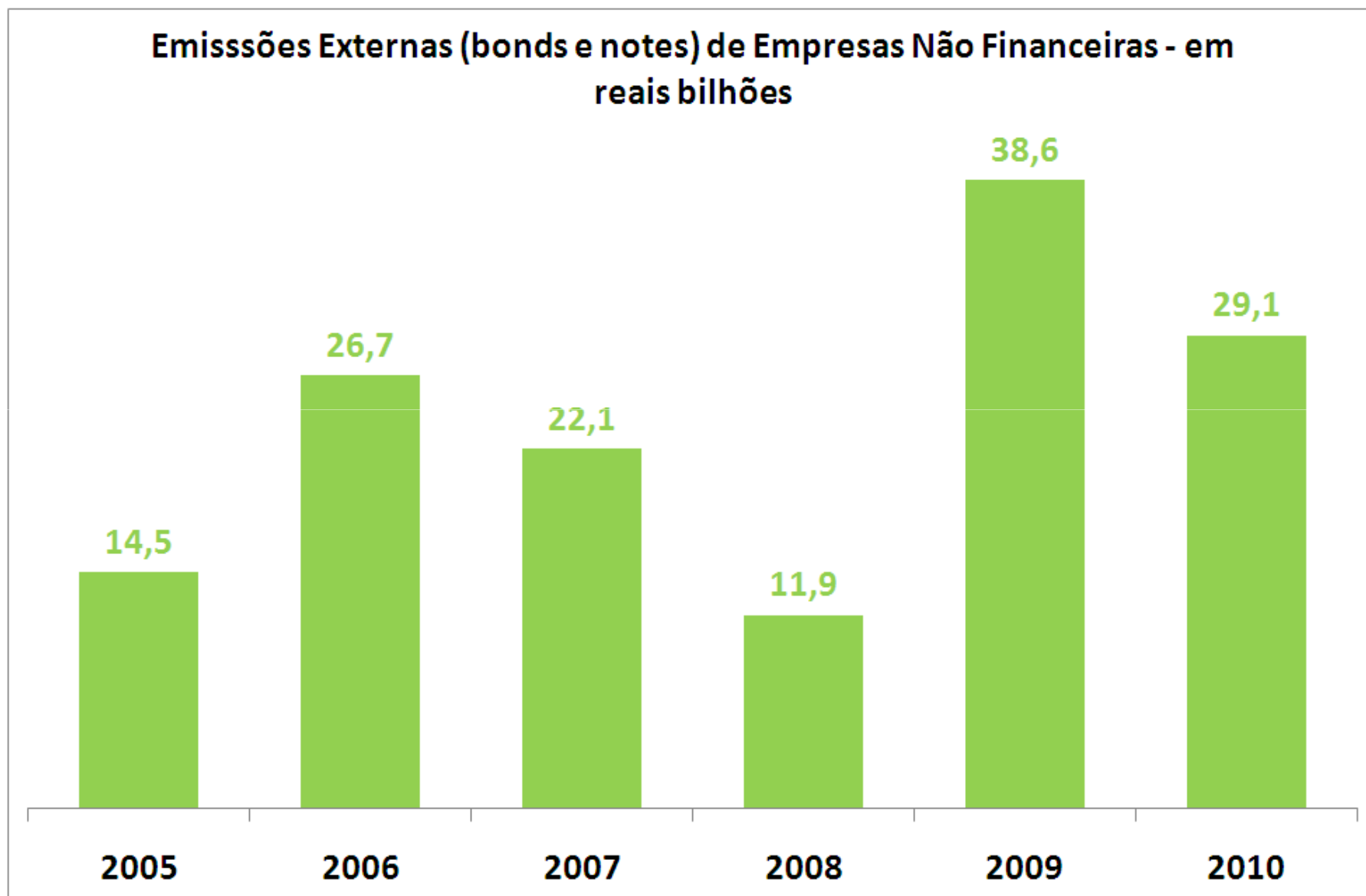
FONTE: Caixa Econômica Federal

#### d) Desembolsos SBPE em financiamentos à produção habitacional



FONTE: ABECIP

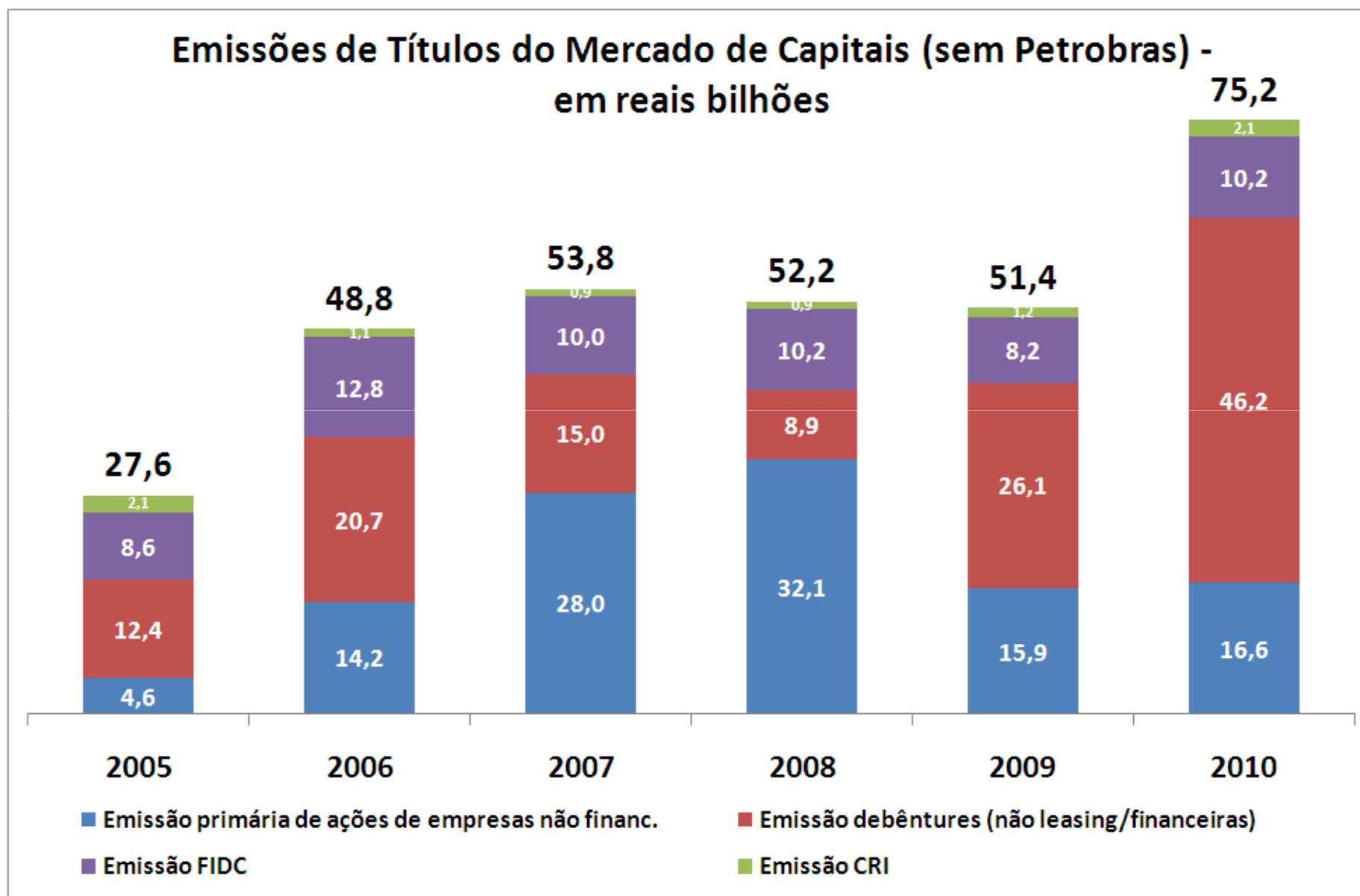
e) Emissões externas (bonds e notes) de empresas não financeiras pela taxa de câmbio média



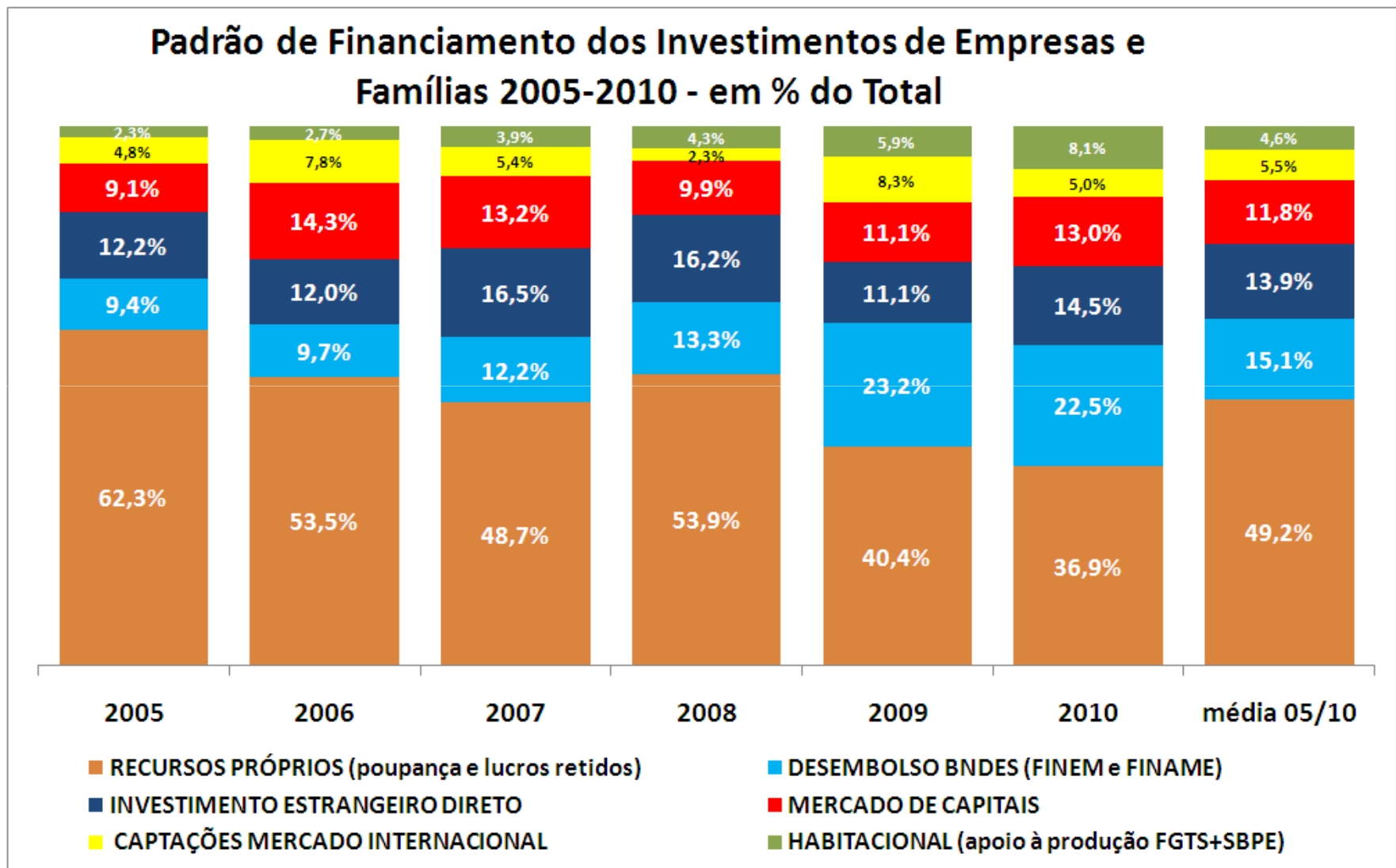
FONTE: ANBIMA



## f) Mercado de capitais: emissão de ações e títulos de dívida privada

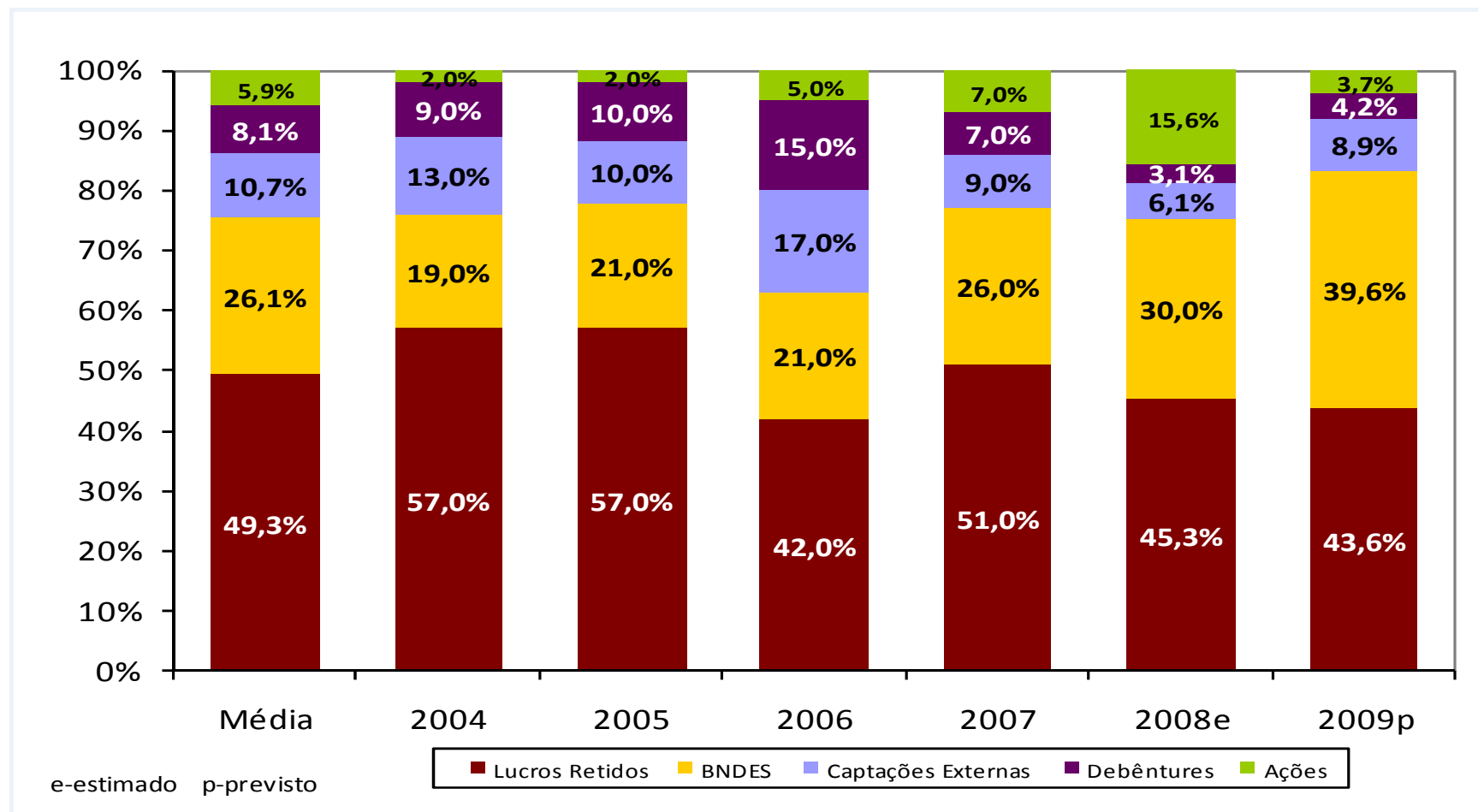


**g) Estimativa do Padrão de Financiamento dos Investimentos em FBCF das Empresas e Famílias (%)**



Obs.: Para 2010 não foi incluída a emissão de ações da Petrobras

## h) Padrão de Financiamento dos Investimentos em Indústria e Infra estrutura (2004-2009) (elaboração BNDES\*)



\* Ernani Torres Teixeira Filho - 3º Seminário de Finanças Corporativas  
Superintendente da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico do BNDES

**3. SIMULAÇÃO:  
FINANCIAMENTO DE  
INVESTIMENTOS E A  
COBERTURA DO DÉFICIT EM  
CONTAS CORRENTES**

## A) SIMULAÇÃO DE ALGUMAS FONTES DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO DE EMPRESAS E FAMÍLIAS

<b>HIPÓTESES DE SIMULAÇÃO</b>		
<b>Variáveis</b>	<b>Cenário I</b>	<b>Cenário II</b>
<b>PIB</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>
<b>INVESTIMENTO EM FBCF NECESSÁRIO</b>	<b>21,0%</b>	<b>25,0%</b>
<b>IED</b>	média expectativa FOCUS 2011/2015	média expectativa FOCUS 2011/2015
<b>RECURSOS PRÓPRIOS</b>	média histórica 2005/2010	máximo histórico 2005/2010
<b>desembolsos BNDES (finame e finem)</b>	média histórica 2005/2010	pouco acima da média histórica
<b>HABITACIONAL - apoio à produção</b>	o dobro da média histórica 2005/2010, pouco acima do máximo	50% acima do máximo histórico 2005/2010
<b>CAPTAÇÃO EXTERNA</b>	máximo histórico 2005/2010	máximo histórico 2005/2010

**Obs.: BNDES com ausência de transferências do Tesouro a partir de 2012**

**B) CRESCIMENTO DE 4,5 A 5,0% a.a. REQUER DOBRAR OU TRIPLICAR A PARTICIPAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS DE 2005-2010**

em % do PIB	Média 05/10	2010	PROJEÇÃO	
			Cenário I	Cenário II
<b>PIB (IBGE)</b>			<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>
<b>INVESTIMENTO EM FBCF (IBGE) (1)</b>	<b>17,4%</b>	<b>18,4%</b>	<b>21,0%</b>	<b>25,0%</b>
(-) Investimento Administração Pública (2)	-2,1%	-2,7%	-2,7%	-2,7%
<b>INVESTIMENTO EMPRESAS E FAMÍLIAS (IBGE) (3)=(1)-(2)</b>	<b>15,2%</b>	<b>15,7%</b>	<b>18,3%</b>	<b>22,3%</b>
INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO	-2,1%	-2,3%	-2,1%	-2,1%
DESEMBOLSO BNDES (FINEM e FINAME) (4)	-2,3%	-3,5%	-2,3%	-2,4%
HABITACIONAL (FGTS+SBPE) (5)	-0,7%	-1,3%	-1,4%	-1,9%
RECURSOS PRÓPRIOS (poupança e lucros retidos) (6)	-7,5%	-5,8%	-7,5%	-9,3%
<b>NECESSIDADE DE FINAN. ADICIONAL (7) = (3) - (4 a 6)</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,5%</b>
FINANC. MERCADO INTERNACIONAL (8)	-0,8%	-0,8%	-1,2%	-1,2%
<b>MERCADO DE CAPITAIS (9)</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,3%</b>

**C) RESULTADOS DA SIMULAÇÃO DE ALGUMAS FONTES DE FINANCIAMENTO  
DO INVESTIMENTO DE EMPRESAS E FAMÍLIAS - EM R\$ BILHÕES.**

em R\$ bi	Realizado	SIMULAÇÃO (cenário I)			
	2010	2012	2013	2014	2015
<b>PIB (IBGE)</b>	3675,0	4013,2	4193,7	4382,5	4579,7
<b>% Cresc. do PIB</b>	7,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>INVESTIMENTO TOTAL (IBGE)</b>	677,9	842,8	880,7	920,3	961,7
(-) Investimento Administração Pública	-99,2	-108,4	-113,2	-118,3	-123,7
<b>INVESTIMENTO EMPRESAS E FAMÍLIAS (IBGE)</b>	<b>578,6</b>	<b>734,4</b>	<b>767,5</b>	<b>802,0</b>	<b>838,1</b>
INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO	-83,9	-84,3	-88,1	-92,0	-96,2
desembolso BNDES (FINEM e FINAME)	-130,2	-92,4	-96,5	-100,9	-105,4
habitacional (FGTS+SBPE)	-46,9	-55,9	-58,4	-61,0	-63,8
RECURSOS PRÓPRIOS (poupança e lucros retidos)	-213,4	-301,0	-314,5	-328,7	-343,5
<b>NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO ADICIONAL</b>	<b>104,3</b>	<b>200,9</b>	<b>209,9</b>	<b>219,4</b>	<b>229,3</b>
FINANC. MERCADO INTERNACIONAL	-29,1	-48,7	-50,8	-53,1	-55,5
<b>MERCADO DE CAPITALIS</b>	<b>75,2</b>	<b>152,2</b>	<b>159,1</b>	<b>166,3</b>	<b>173,7</b>

**4. CONDIÇÕES PARA MERCADO  
DE CAPITAIS  
DOBRAR PARTICIPAÇÃO**



**Apesar da dimensão do mercado de ações, cenário dos últimos anos compromete a oferta de financiamento de longo prazo**

**1. 2008/2010: Tesouro transfere + de R\$ 200 bilhões para BNDES emprestar com subsídio: estratégia não é sustentável;**

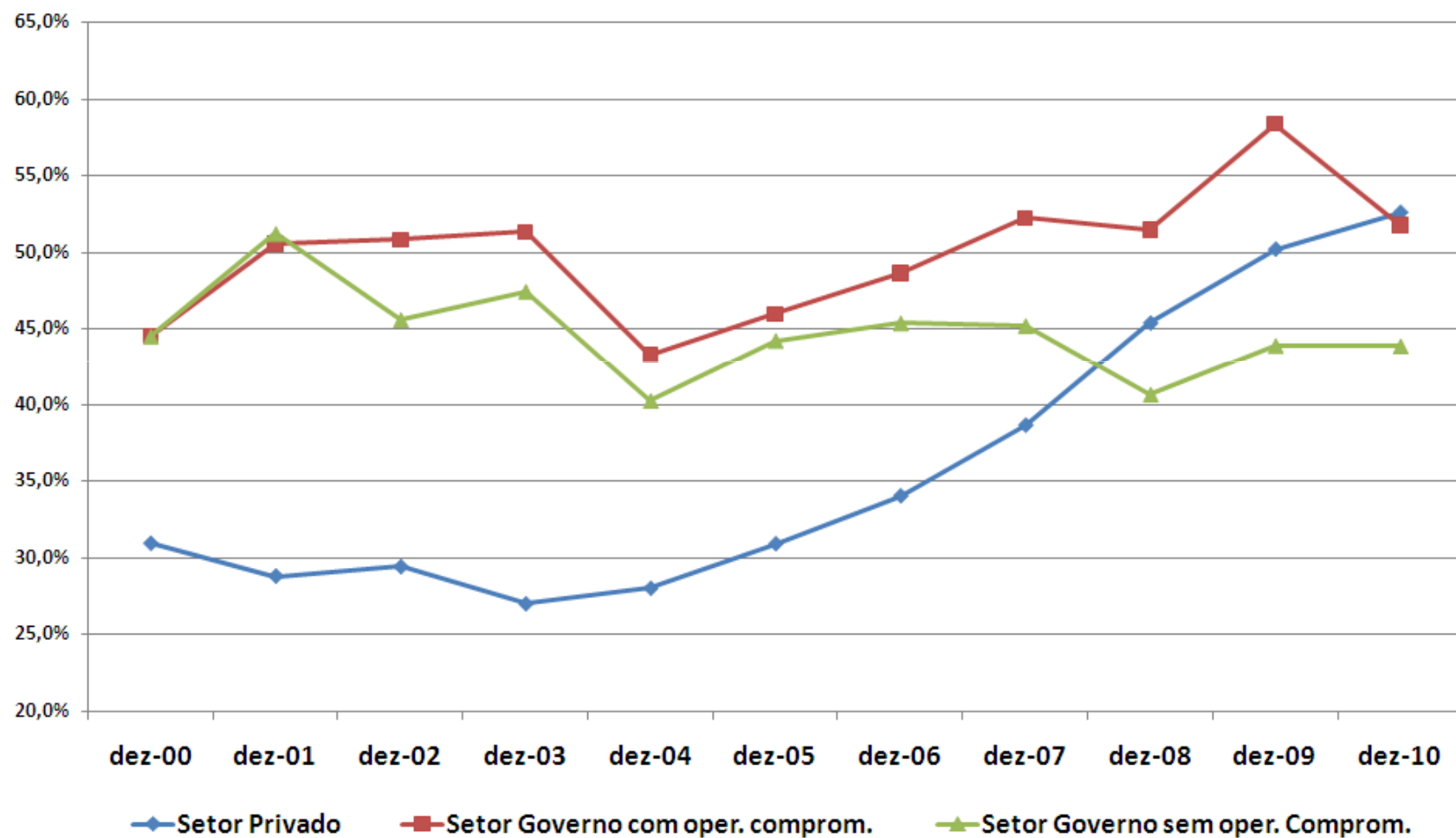
**2. Dívida privada:**

**a. Competição dos títulos públicos:**

- **Alto retorno, baixo risco e alta liquidez;**
- **Discriminação tributária e regulatória;**
- **Carga da dívida/PIB não se reduziu;**
- **1/3 da dívida pública indexada à SELIC.**

**b. Mercado secundário: pequeno e sem liquidez.**

## Evolução do Financiamento de Entidades Não Financeiras – mercado doméstico – operações de dívida - % do PIB



# **Mercado de dívida privada é menos desenvolvido que mercado acionário**

## **MERCADO DE AÇÕES E MERCADO DE DIVIDA PRIVADA CAPITALIZAÇÃO DE MERCADO DEZ/2010 % PIB**

<b>PAIS</b>	<b>AÇÕES (1)</b>	<b>TITULOS DE DIVIDA (2)</b>
<b>EUA</b>	<b>121%</b>	<b>31%</b>
<b>Brasil</b>	<b>70%</b>	<b>6%</b>
<b>EUA/Brasil</b>	<b>1,7</b>	<b>5,2</b>

**Fontes: (1) WFE: World Federation of Exchanges**

**(2) EUA: Flow of Funds Analysis of the United States – Table L212**

**Brasil: CEMEC**

## **Desenvolvimento do mercado de dívida privada oferece soluções para financiamento do investimento e do déficit em contas correntes:**

- 1. Aumenta oferta de financiamento de longo prazo sem ônus fiscais;**
- 2. Investimento estrangeiro em títulos de dívida privada é alternativa superior à dívida externa privada para financiar o déficit em c/c:**
  - Transfere risco cambial para investidores estrangeiros;**
  - Participação de estrangeiros alonga prazos, como ocorreu com títulos públicos;**
  - Empresas menores e até empresas fechadas podem acessar mercado doméstico de dívida privada (no mercado externo só empresas maiores).**

# **Nova política: primeiros passos**

**Governo dá início a nova política ainda efeito limitado:**

**a. MP 517/2010: isenção c/algumas condições**

**i. debêntures para projetos de infra estrutura: isenção para estrangeiros e pessoa física; pessoa jurídica (15%);**

**ii. Debêntures para projetos de investimento: isenção para estrangeiros.**

**b. Novo papel do BNDES:**

**- anúncio de menores transferências do Tesouro a partir de 2012;**

**- participação e apoio ao mercado de capitais.**

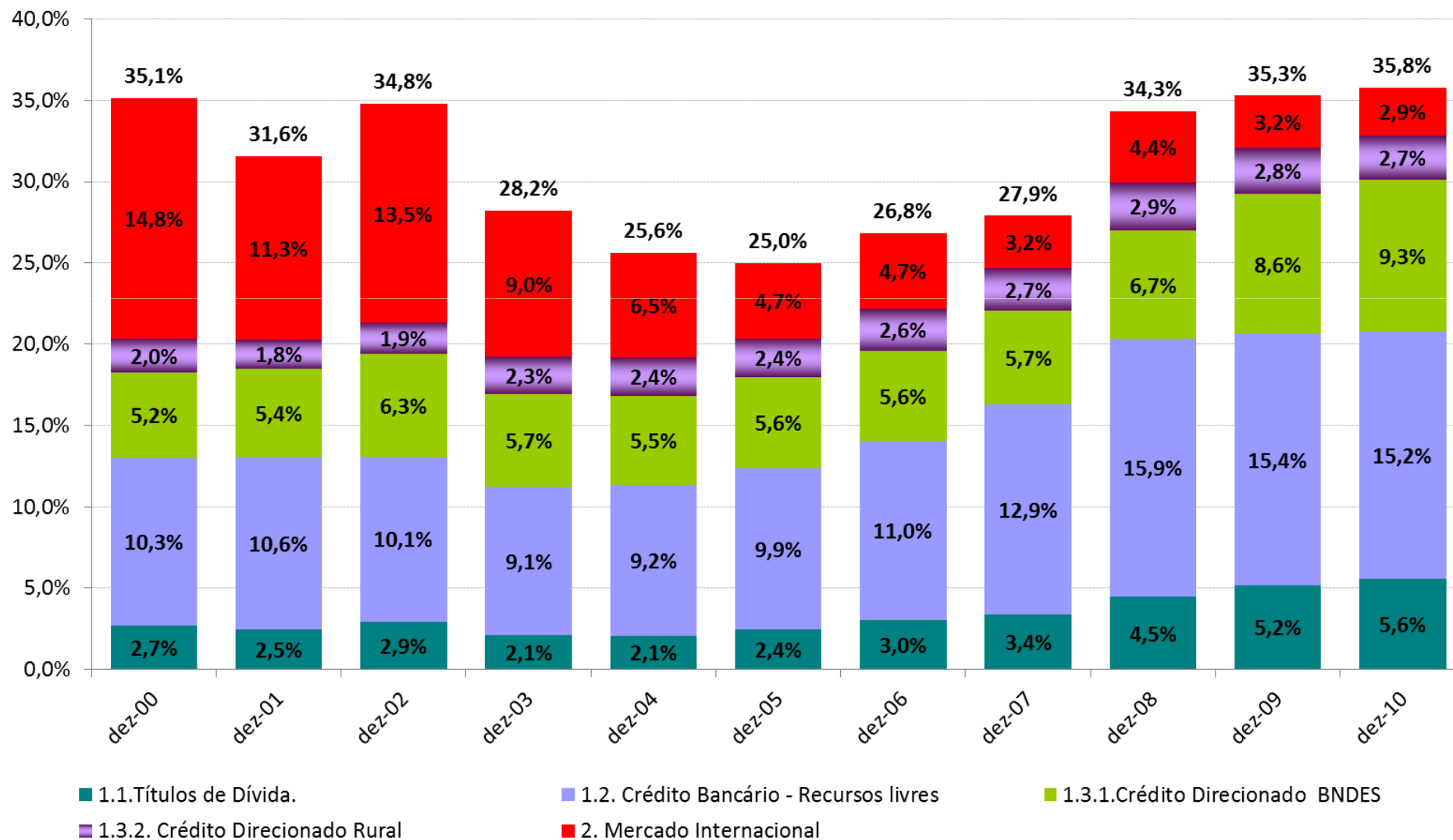
# NOVO MERCADO DE RENDA FIXA

1. Projeto da ANBIMA lançado em 05/04/2011 é oportuno e tem importância estratégica;
2. Cria condições para o desenvolvimento do mercado de dívida privada:
  - a. Propõe mudanças institucionais, tributárias e de política;
  - b. Busca reduzir custos de transação, aumentar a transparência e garantias ao investidor e criar melhores condições para aumentar a liquidez: padronização, *market maker*, fundos de liquidez;
  - c. Visa aumentar a oferta e alongar os prazos de financiamento em moeda nacional para o setor privado;
  - d. Cria oportunidades de diversificação de carteiras.
3. Complementação necessária: ações do Governo
  - a. implementar agenda tributária sugerida;
  - b. recuperar poupança do setor público:
    - redução da carga da dívida pública;
    - redução sustentável da taxa de juros;
    - reduzir e eliminar indexação à SELIC.

**5. COMO AS EMPRESAS  
BRASILEIRAS SE FINANCIAM  
2000/2010**

a) 2000-2010: Exigível financeiro das empresas em relação ao PIB quase não se alterou; fontes domésticas de recursos substituíram recursos externos

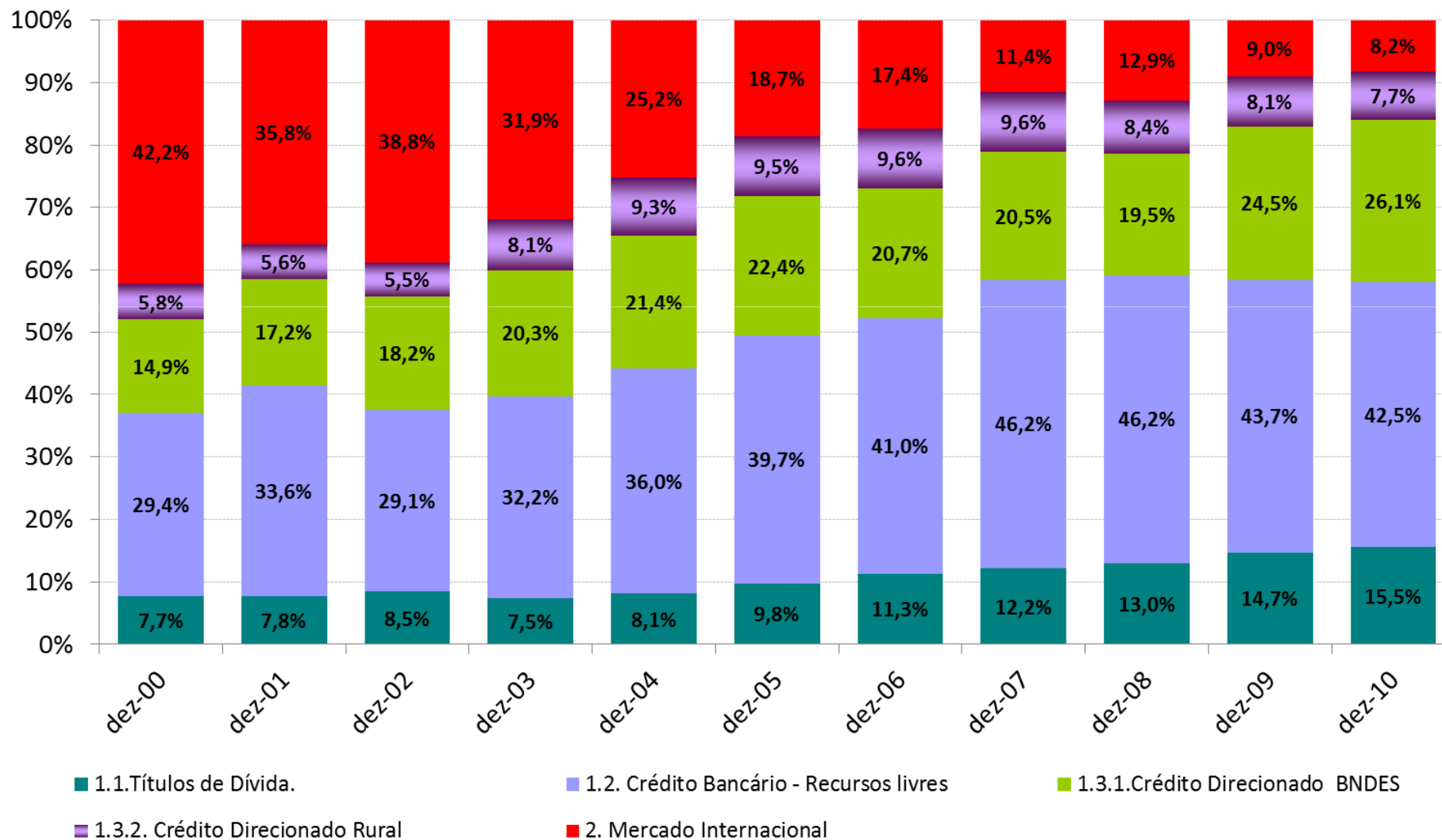
Exigível financeiro de pessoas jurídicas não financeiras - %PIB





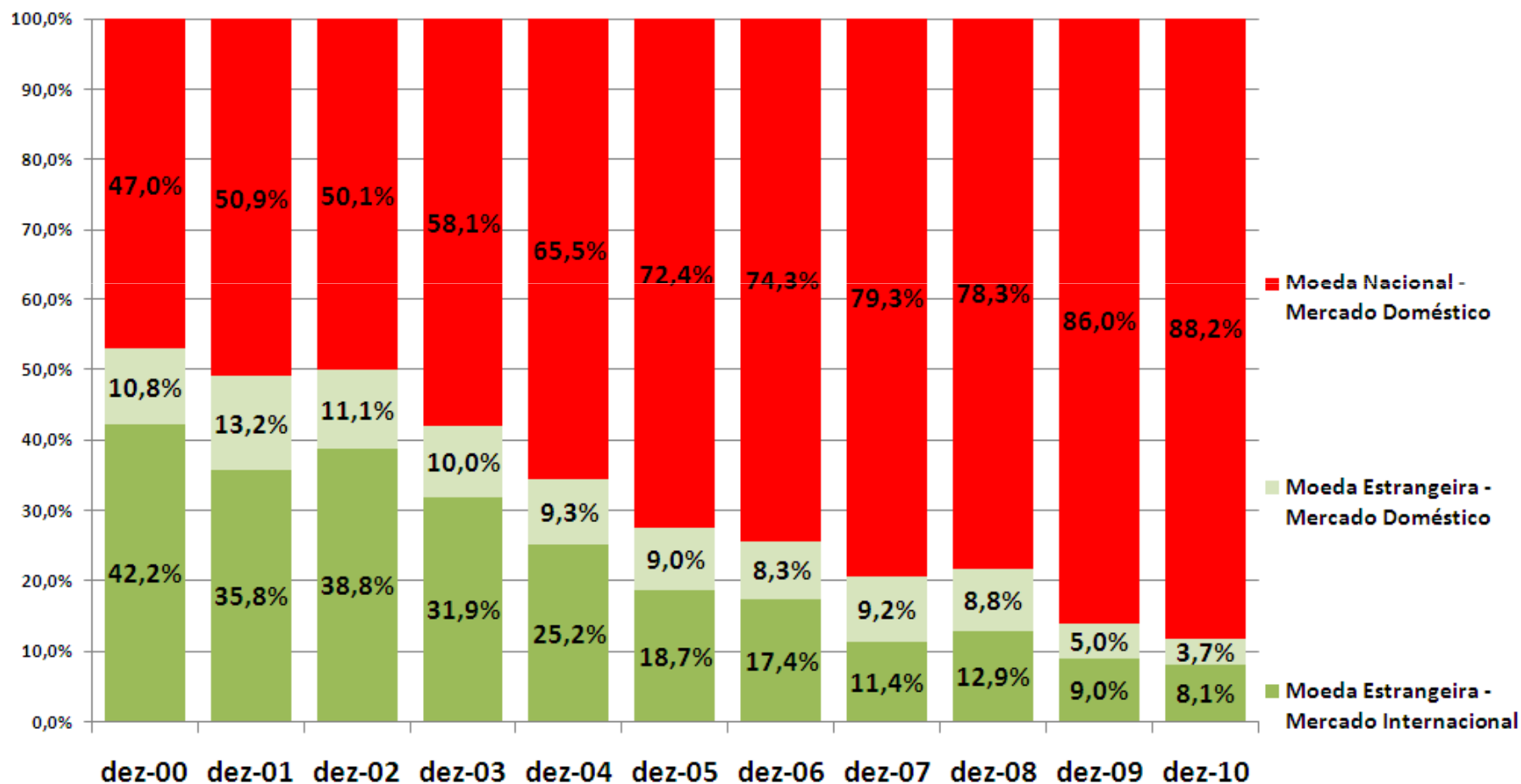
## b) Composição do Exigível Financeiro: substituição de recursos externos por fontes internas, com destaque para crescimento da participação do BNDES

Exigível financeiro de pessoas jurídicas não financeiras - Composição Percentual (%)

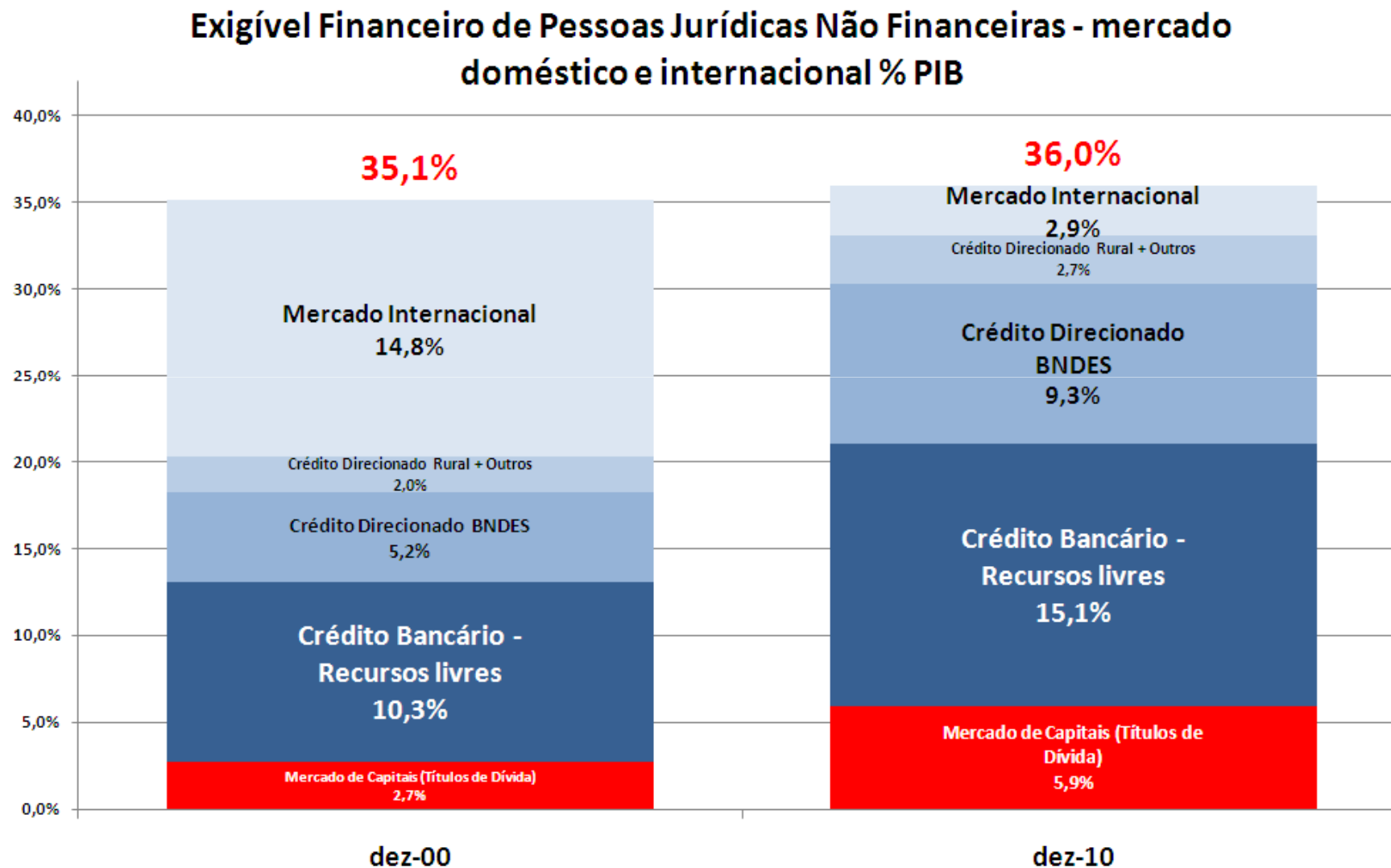


### c) Empresas reduziram fortemente exposição ao risco cambial

Composição do exigível financeiro de pessoas jurídicas não financeiras em moeda nacional e estrangeira 2000-2010



d) Participação dos títulos de dívida/PIB mais que dobrou (de 2,7% para 5,9%), mas representa apenas 16% do exigível financeiro das empresas brasileiras



## e) Empresas Abertas têm maior acesso a empréstimos e financiamentos

### Estimativa dos Estoques de Financiamento e PL - 2008

	TOTAL	ABERTAS	FECHADAS
1. PIB preços de Mercado	3.031.864		
2. (-) Impostos liq. subsidios	(451.754)		
3. Valor Adicionado Total (VA) = (1)-(2)	2.580.110		
4. Valor Adicionado Empresas Não Financeiras (*)	1.416.280	682.441	733.839
5. ATIVO das empresas não financeiras (**)	3.743.801	1.803.744	1.940.057
6. Exigível Financeiro (***)	1.031.694	529.847	501.847
7. Relação Exigível / Valor Adicionado (6)/(4)	72,8%	77,6%	68,4%
8. Ativo - Exigível = Não Oneroso +PL (5)-(6)	2.712.107	1.273.897	1.438.210
9. Relação Não Oneroso/Valor Adicionado (****)	77,1%	82,2%	72,4%
10. Passivo Não Oneroso (9)*(4)	1.092.119	560.880	531.240
11. PL (8) - (10)	1.619.988	713.017	906.970
12. Leverage - Relação Exigível/PL	63,7%	74,3%	55,3%

Obs.: dados das cias abertas segundo balanço patrimonial das empresas (econômica)

(\*) estimado pela relação Valor Adicionado - empresas não financeiras/ VA Total de 2006 (IBGE)

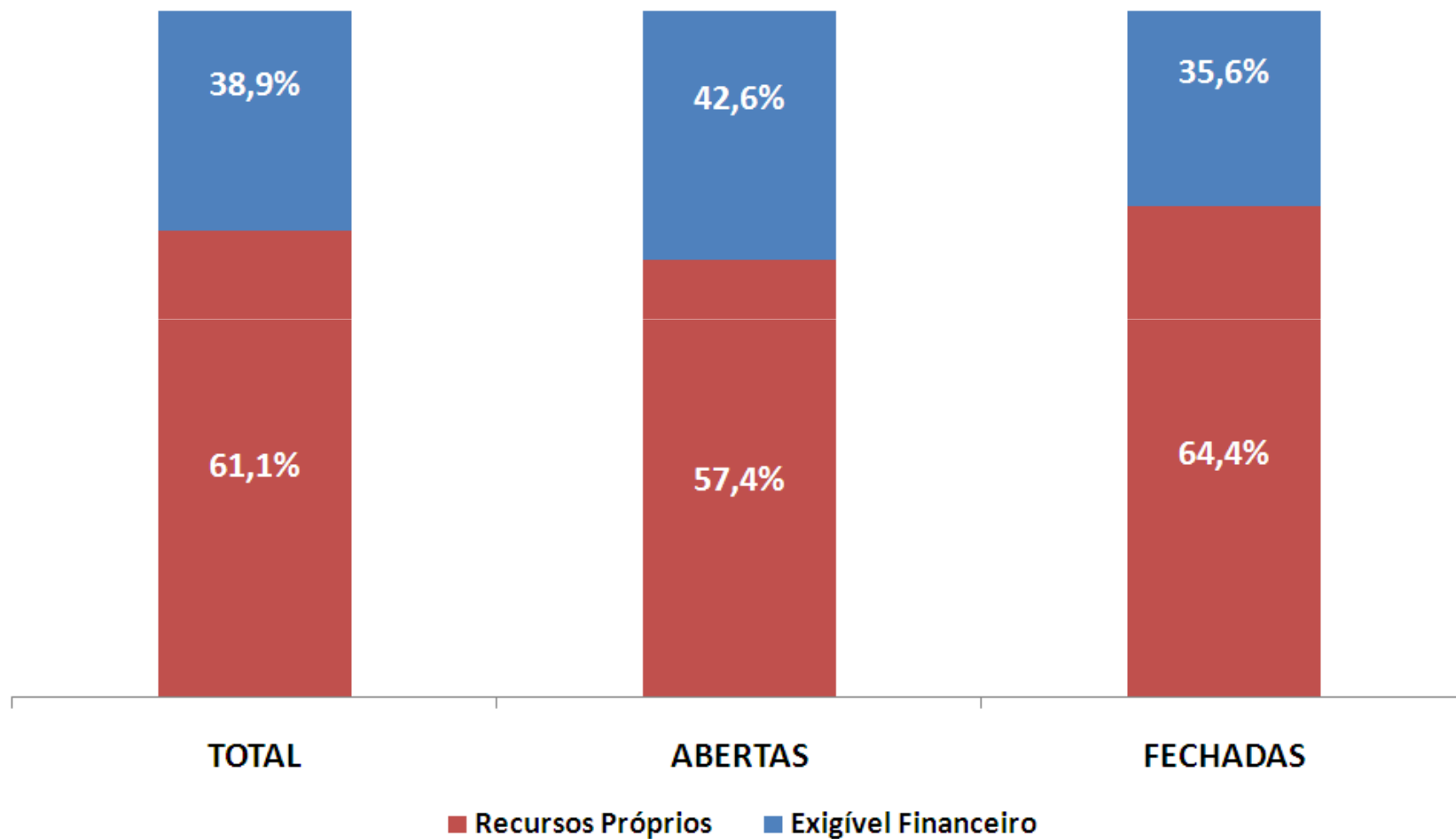
(\*\*) ativo empresas fechadas estimado pela relação VA/ativo das abertas;

a relação capital/produto das cias abertas, em 2008, é de 2,64 enquanto a mesma relação para a economia brasileira é de 2,55

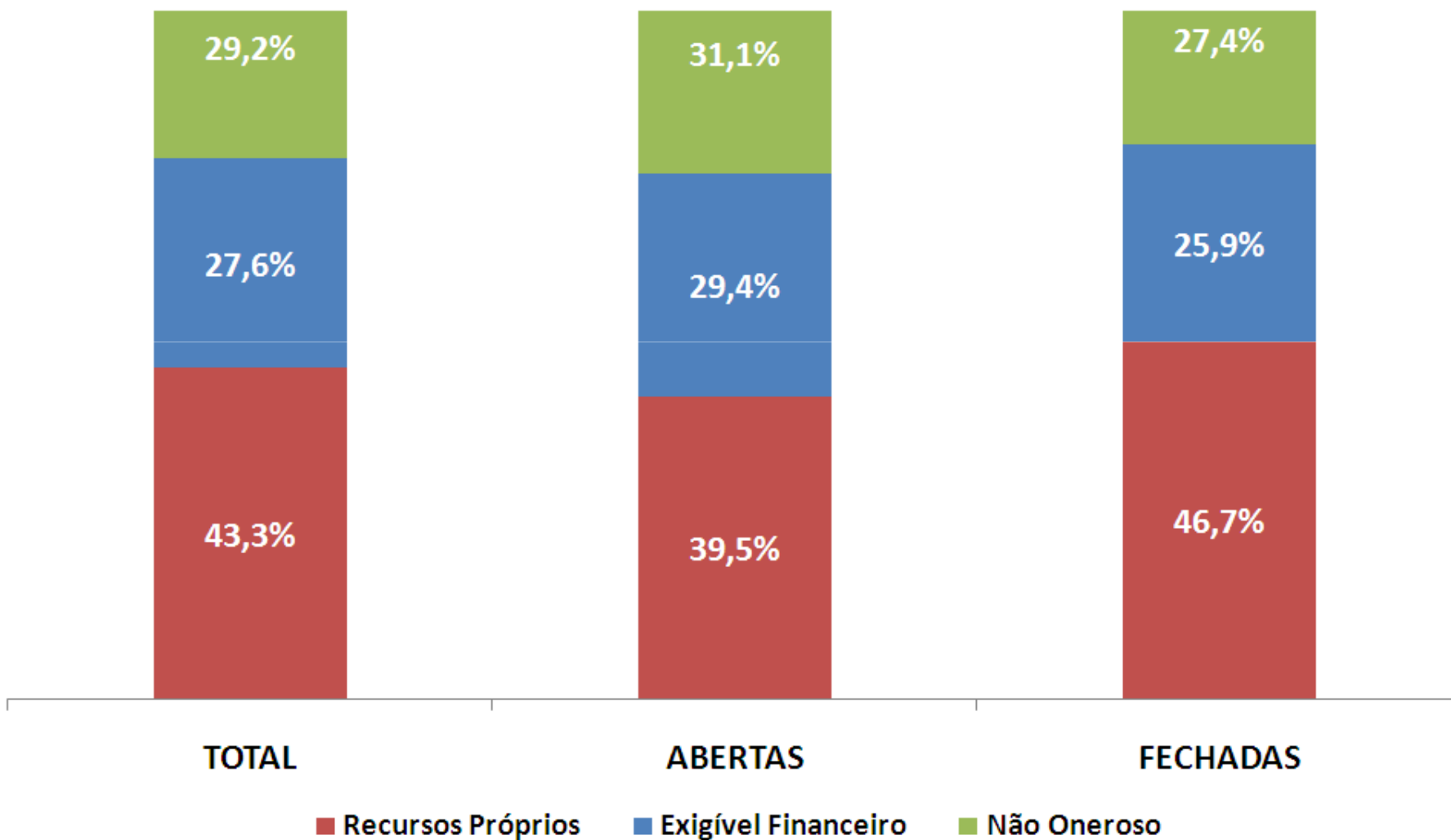
(\*\*\*) exigível total das empresas não financeiras pelo CEMEC

(\*\*\*\*) admitiu-se que abertas e fechadas tenham uma proporção não oner./VA equivalente à relação exigível/VA

### Estimativa da Composição do Estoque de Financiamento das Empresas Não Financeiras- 2008 - % do Exigível+PL



### Estimativa da Composição do Estoque de Financiamento das Empresas Não Financeiras - - 2008 - % do Ativo Total



**6. FINANCIAMENTO DO  
INVESTIMENTO DAS  
COMPANHIAS ABERTAS  
(Resultados preliminares)**

## **Amostra Cias Abertas**

Todas as companhias abertas ativas na Bovespa, excluindo:

- Bancos
- Seguradoras
- Fundos
- Holdings

Total: 322 empresas

Fontes: Economatica; IBGE; Melhores & Maiores; Cemec.

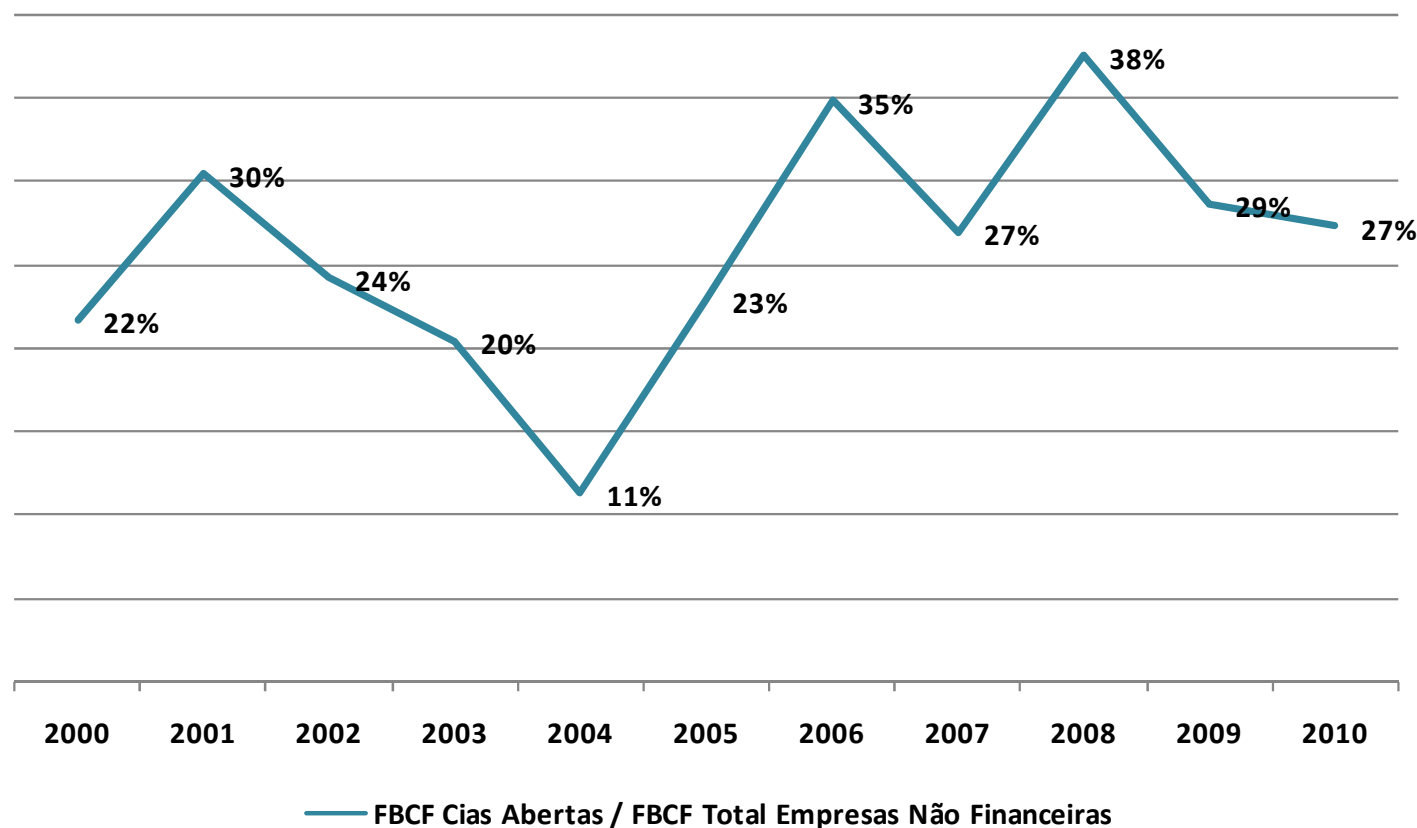
### **Período**

- 2000 a Set 2010



# FBCF Cias Abertas / FBCF Total de Empresas Não Financeiras

## Cias abertas: média de 30% no período 2005/2010



(em milhões R\$)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Variação do Imobilizado - Cias Abertas	26.207	41.903	35.455	32.550	21.973	48.743	82.076	76.810	133.459	94.785	113.528
FBCF Empresas Não Financeiras	120.671	137.480	146.418	158.986	193.552	212.981	235.361	284.574	355.325	330.938	415.614
<b>FBCF Cias Abertas / FBCF Total Empresas</b>	<b>21,7%</b>	<b>30,5%</b>	<b>24,2%</b>	<b>20,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>22,9%</b>	<b>34,9%</b>	<b>27,0%</b>	<b>37,6%</b>	<b>28,6%</b>	<b>27,3%</b>

Fonte: IBGE; Economática

Nota: Para os anos de 2007-2010, estimou-se a FBCF de empresas não financeiras pelo percentual médio em relação a FBCF Total do período 2000-2006, visto que o dado deixou de ser fornecido pela fonte.

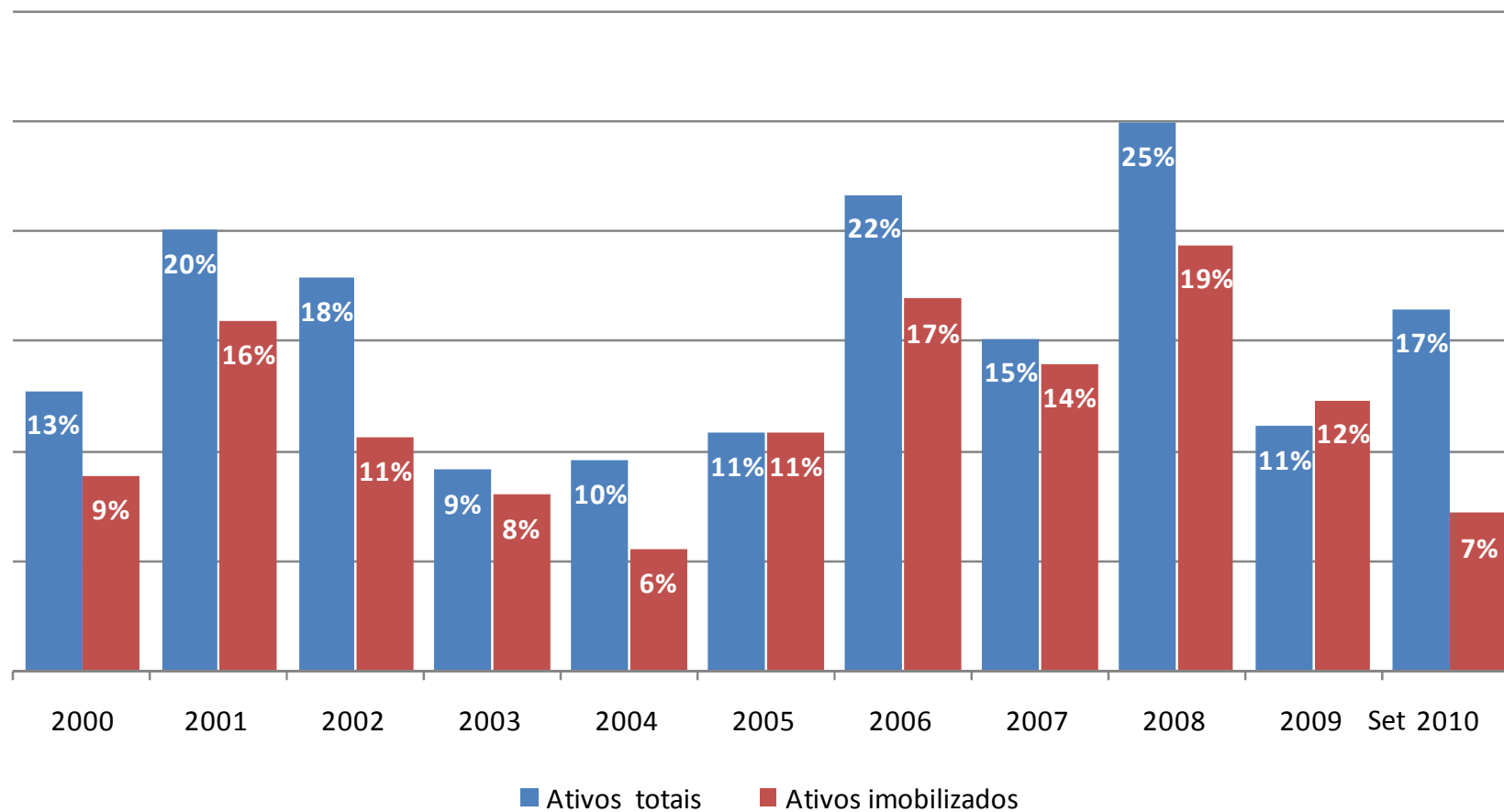
Estimou-se a Formação Bruta de Capital Fixo de Cias Abertas utilizando-se a variação do Ativo Imobilizado.

**- Investimento das Cias Abertas: Cerca de 20% da FBCF total**

	<b>2008</b>
<b>Investimento Cias Abertas (Var. Imob.) / VA</b>	<b>19,6%</b>
<b>FBCF/PIB</b>	<b>19,1%</b>

Fonte: Melhores & Maiores; Economatica

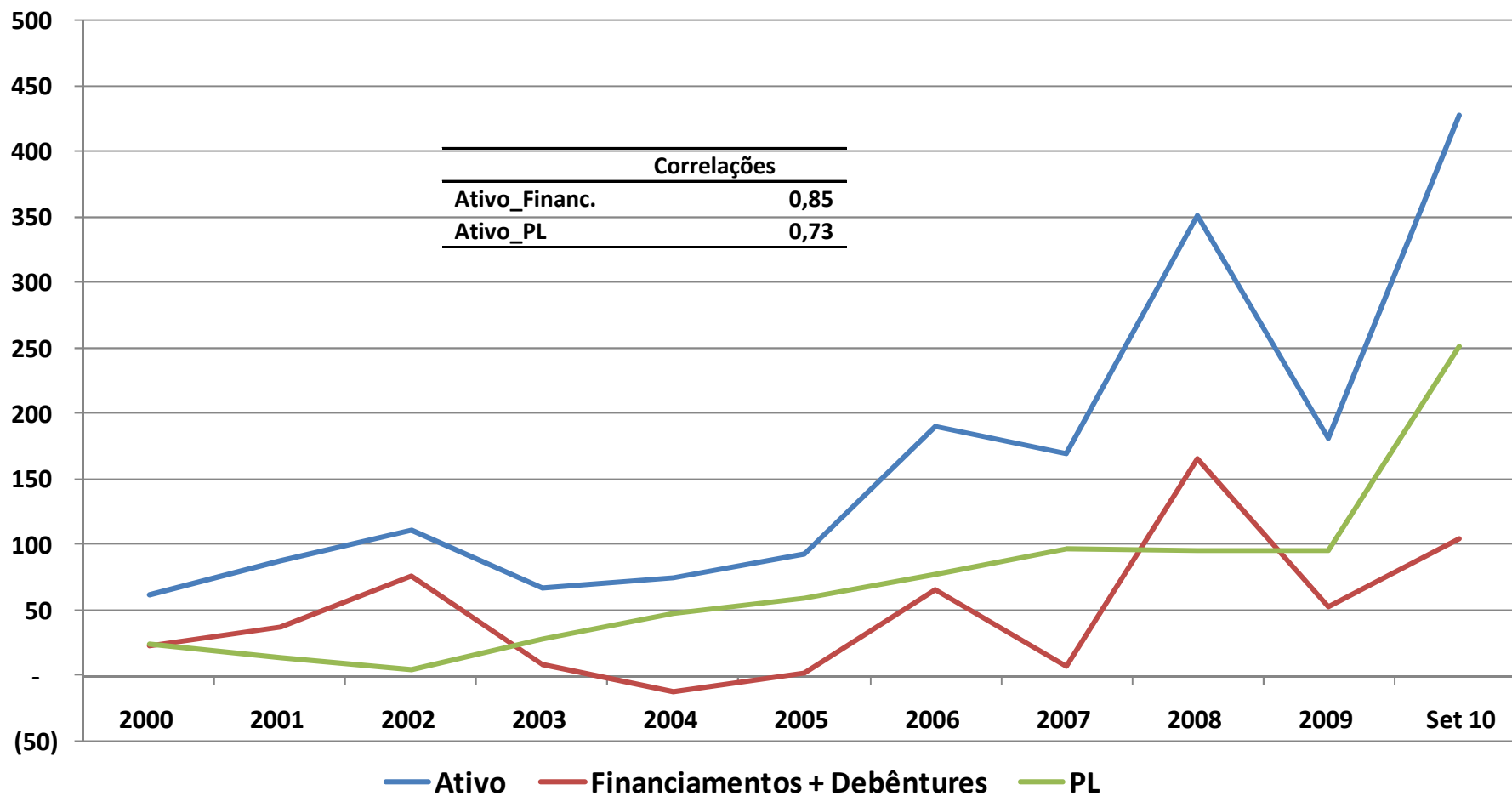
## Taxa de Crescimento dos Ativos das Cias Abertas é maior que o crescimento do PIB



Fonte: Economática

Nota: em Set/2010 considerou-se as variações de setembro de 2009 a setembro de 2010 das contas patrimoniais.

# Fluxos Anuais: Variação de Saldo s- Ativo total, exigível financeiro e Patrimônio Líquido (em bilhões R\$): correlação maior com exigível

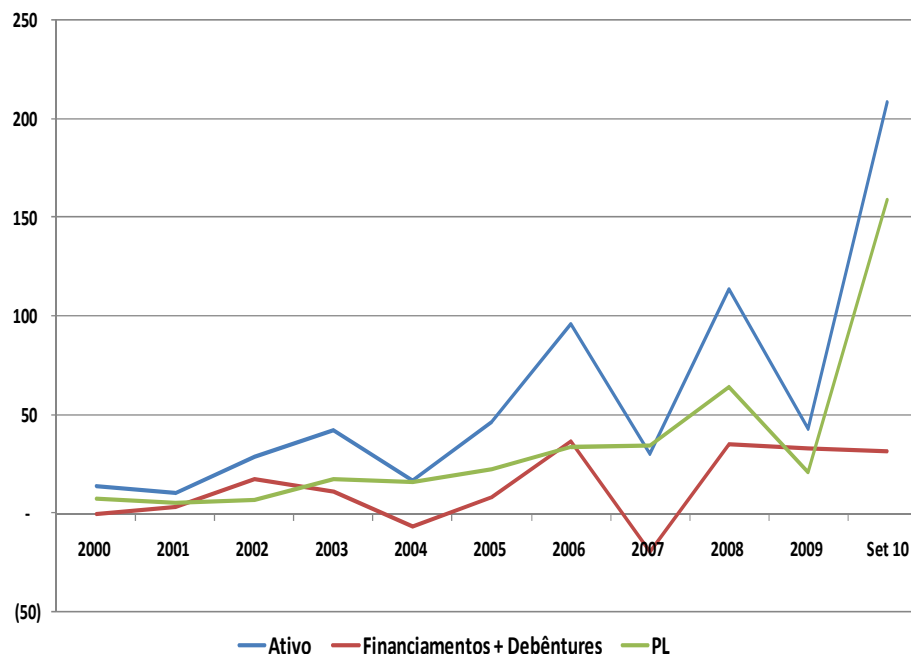


Nota: em Set/2010 considerou-se as variações de setembro de 2009 a setembro de 2010 das contas patrimoniais.

# Fluxos Anuais: Variação de Saldos (em bilhões R\$)

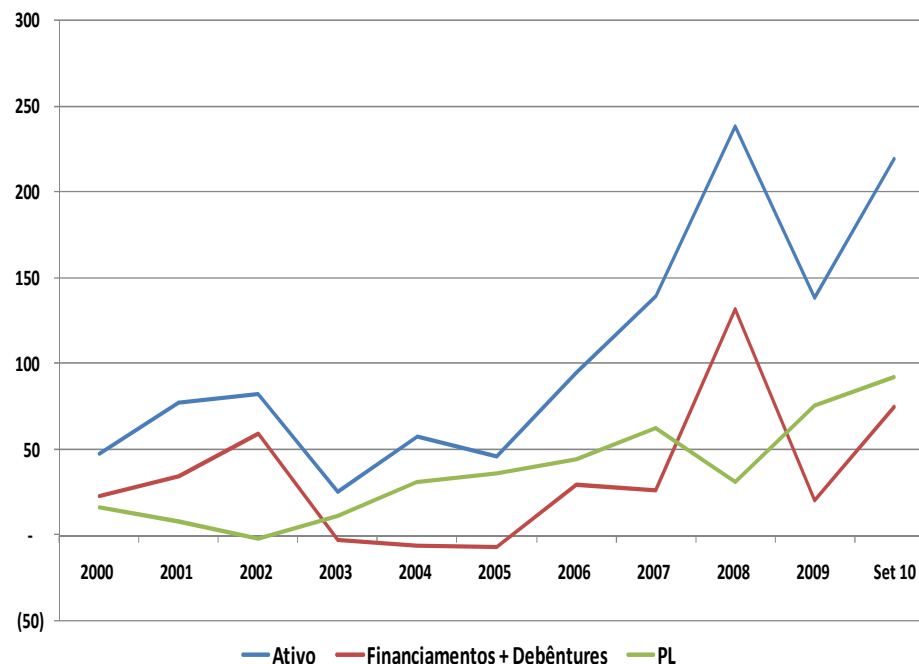
## Petrobras e Vale: maior correlação com PL; demais maior correlação com exigível

### PETROBRAS E VALE



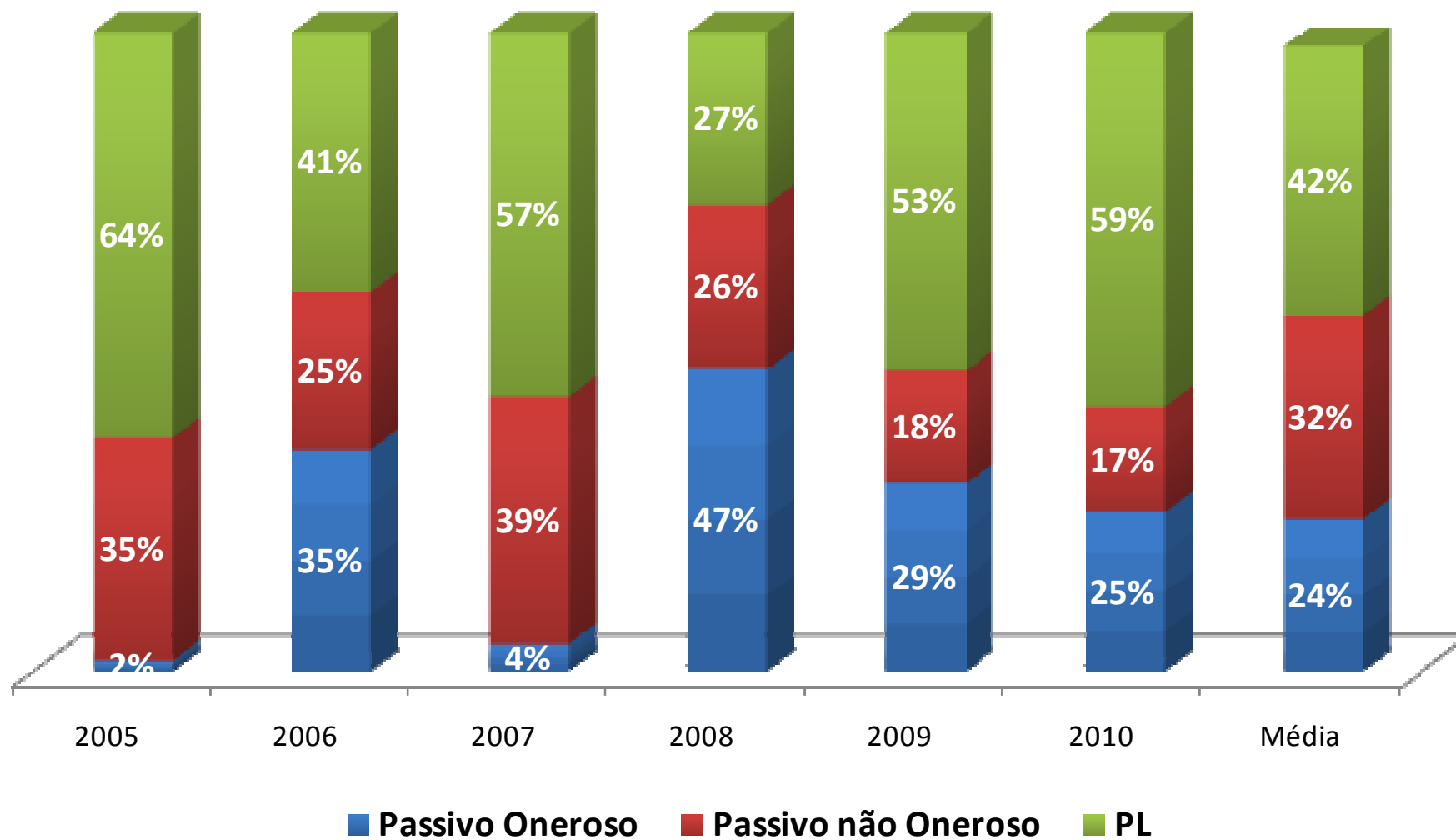
Correlações	
Ativo_Financ.	0,75
Ativo_PL	0,86

### SUBTOTAL

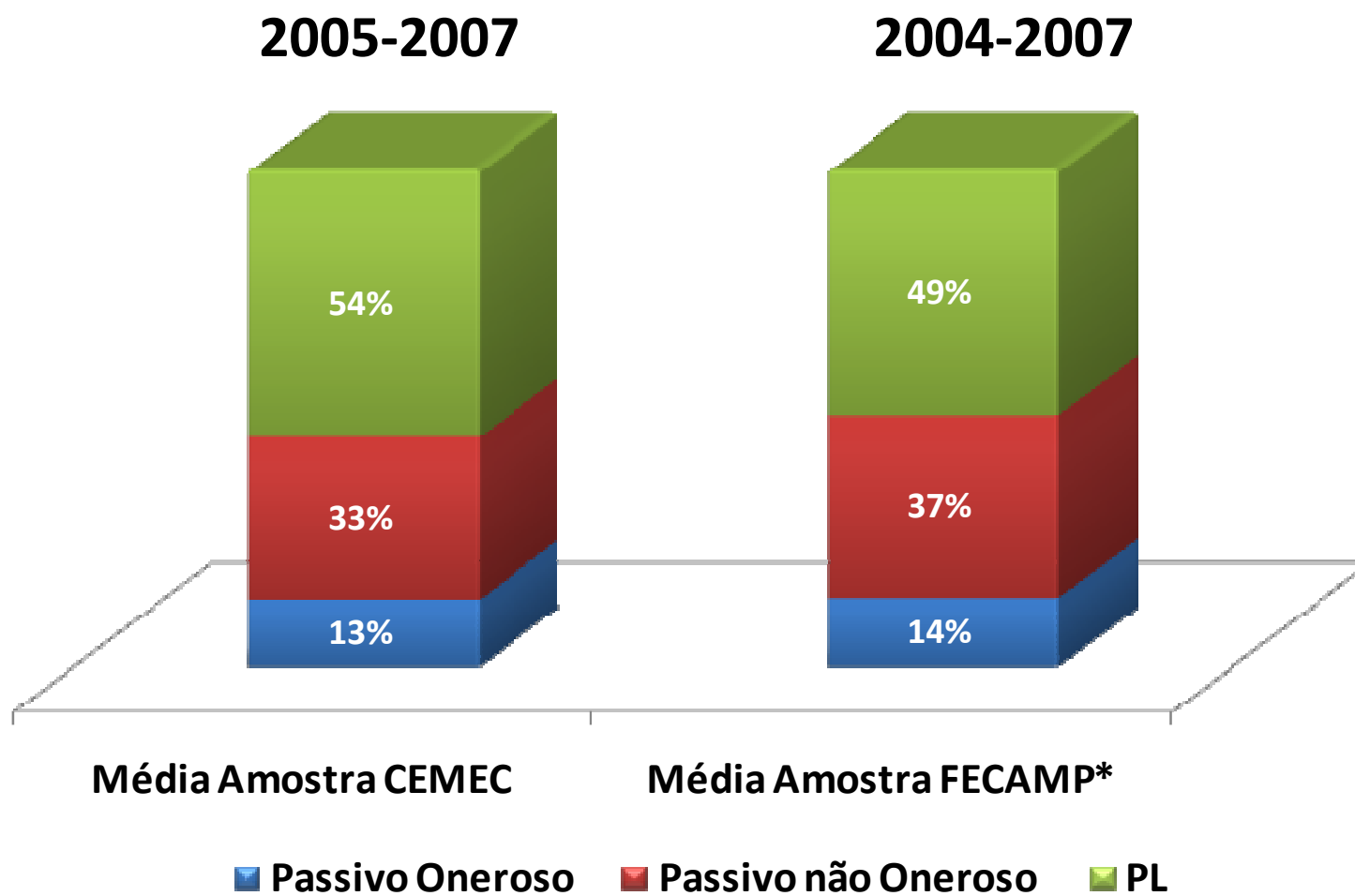


Correlações	
Ativo_Financ.	0,83
Ativo_PL	0,43

# Composição das Variações Anuais do Passivo das Cias Abertas



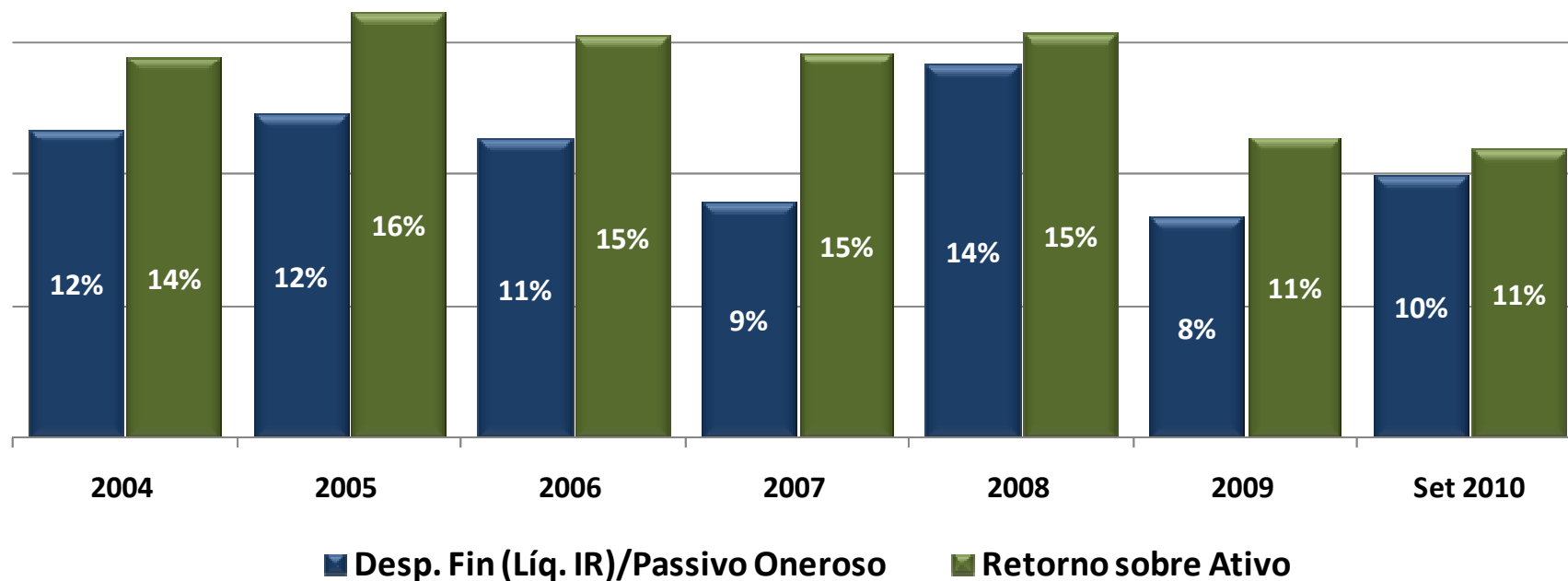
## Composição das Variações Anuais do Passivo das Cias Abertas



\*Projeto BNDES/Fecamp – Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil, 2009.

## Custo Médio do Passivo Oneroso x ROA: Margem para endividamento adicional

Todas as empresas



### Notas:

Considerou-se no cálculo valores médios de passivo oneroso e ativo;

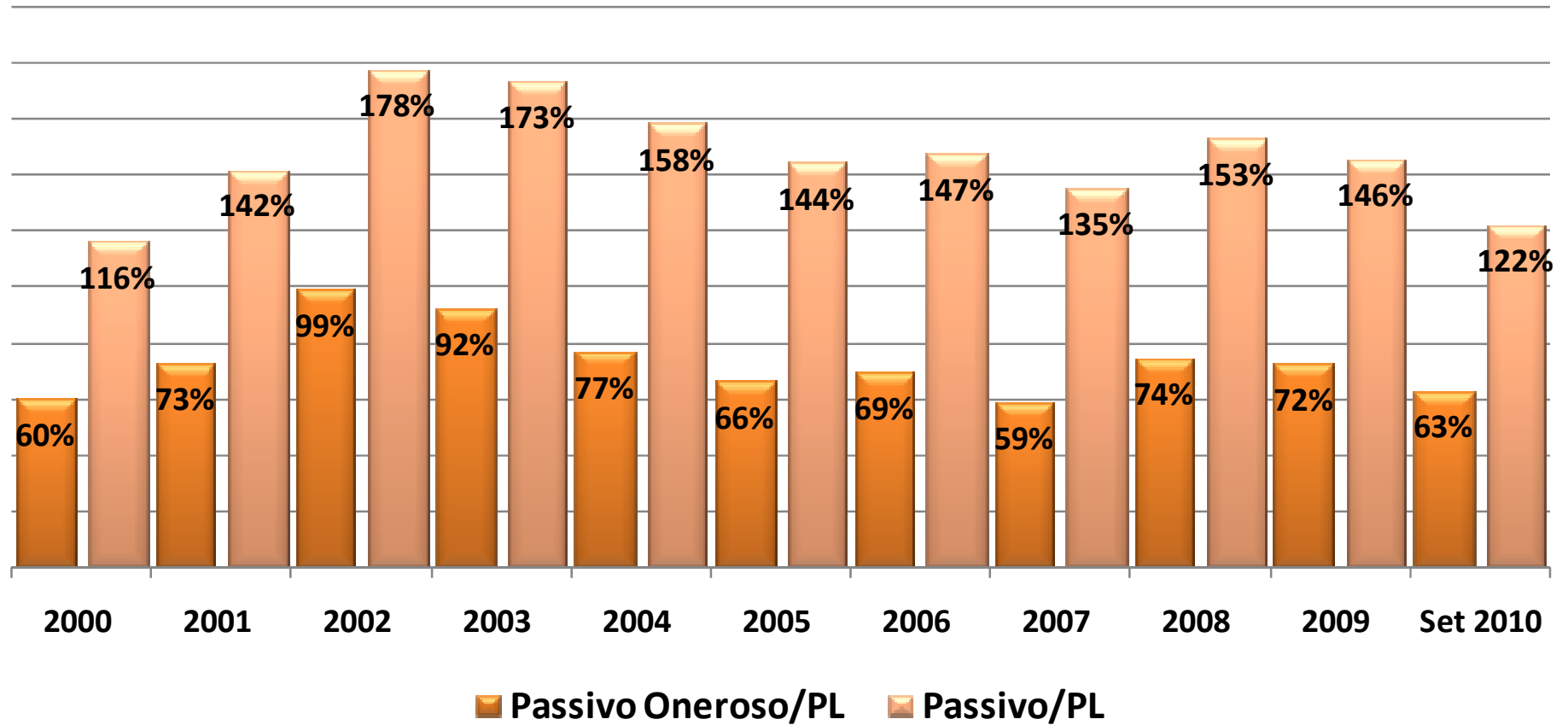
Retorno Sobre Ativo =  $(\text{Lucro Líquido} + \text{Desp. Fin. Líq. IR}) / (\text{Ativo} - \text{Passivo de Funcionamento})$ ;

A despesa financeira de Setembro/10 foi anualizada.



# Leverage

## Todas as empresas



# **MERCADO DE CAPITAIS E FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PRIVADO; ALGUMAS CONCLUSÕES**

- 1. Complementação de poupança externa é necessária para financiar investimentos; é necessário mobilizar poupança interna de longo prazo e financiar déficit em contas correntes;**
- 2. Mercado de dívida privada pode cumprir papel relevante na oferta de recursos de longo prazo e substituir dívida externa do setor privado no financiamento do déficit em contas correntes;**
- 3. Mantido padrão histórico de financiamento de investimentos privados, simulações sugerem que participação do mercado de capitais deveria dobrar para sustentar crescimento da ordem de 4,5% .a.a.**

## **MERCADO DE CAPITAIS E FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PRIVADO; ALGUMAS CONCLUSÕES**

- 4. Apesar da dimensão do mercado de ações, cenário dos últimos anos compromete oferta de financiamento de longo prazo e desenvolvimento do mercado de dívida privada;**
- 5. Dados das companhias abertas mostram importância da dívida privada no financiamento dos investimentos e margem para endividamento adicional.**
- 6. Implementação do Novo Mercado de Renda Fixa e complementação da MP517, viabilizando entrada de investidores estrangeiros e o mercado secundário de dívida privada podem criar as condições necessárias para duplicar participação do mercado de capitais;**
- 7. Aumento de recursos para financiar investimentos depende da recuperação da poupança do setor público.**

**OBRIGADO**

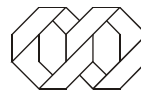
**CARLOS A ROCCA**

**crocca@uol.com.br**

CEMEC: (11) 2184-5728

[www.cemec.ibmec.org.br](http://www.cemec.ibmec.org.br)

[cemec.ibmec@gmail.com](mailto:cemec.ibmec@gmail.com)



**IBMEC**

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

