

CENTRO DE ESTUDOS DE  
MERCADO DE CAPITAIS

**CEMEC**

# RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL

**Janeiro  
2012**



**IBMEC**

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais



**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

**SUMÁRIO**

1. Introdução.....	3
2. O investimento e poupança na economia brasileira nas Contas Econômicas Integradas (CEI).....	4
3. Visão macroeconômica: investimento e poupança na economia brasileira	11
4. Padrão de financiamento dos investimentos privados: empresas e famílias no período de 2000 ao terceiro trimestre de 2011 .....	14
5. Comportamento Recente das Fontes Domésticas e Externas de Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias .....	17
6. Algumas Observações Finais.....	21
ANEXO 1 - Projeção da Formação Bruta de Capital Fixo das Administrações Públicas – 2010 a 3T2011.....	23
ANEXO 2 – Estimativas da Poupança e FBCF das Adm. Públicas e do Setor Privado.....	25

**Equipe Técnica:**

Diretor: Carlos Antônio Rocca

Consultores Seniores: Lauro Modesto, Renê Coppe Pimentel e Tatiana Albanez

Analistas: Elaine Alves Pinheiro e Erik Martins Valim

**Dúvidas e Comentários:**

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

\*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. As informações deste relatório são resultantes de informações preliminares das fontes citadas, portanto estão circunscritas às informações preliminares existentes e à capacidade de projeção no momento atual. 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.

\*\* Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões.

\*\*\* A publicação foi produzida com as informações existentes em Janeiro/2012.

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**  
**FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL**

## **1. Introdução**

Este trabalho tem como objetivos de um lado examinar a evolução e tentar mensurar o papel que as fontes tradicionais de recursos, em especial o mercado de capitais, desempenham no suprimento de recursos para o financiamento dos investimentos da economia brasileira. Como o IBGE divulgou recentemente os dados das contas econômicas integradas no período 2000 a 2009; a primeira parte deste relatório será um breve exame desses dados. Destarte este relatório inaugura um acompanhamento sistemático da evolução dos investimentos e seu financiamento na economia brasileira.

Na primeira parte, examinam-se os dados recém-divulgados das contas econômicas integradas do IBGE. Na segunda parte, correlacionam-se as fontes tradicionais de recursos externos e domésticos com o investimento privado e busca-se construir estimativas do padrão de financiamento dos investimentos privados no período de 2000 ao terceiro trimestre de 2011. Trata-se de uma extensão e um acompanhamento continuado das considerações feitas pelo CEMEC em seu TDI CEMEC 05 - FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS <sup>1</sup> e do TDI CEMEC 08 - FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL - ANÁLISE PRELIMINAR PARA RELATÓRIO TRIMESTRAL.

---

<sup>1</sup> Veja –se o TDI CEMEC 05 – FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS no endereço:

[http://www.cemec.ibmec.org.br/download/tdi\\_cemec05\\_financiamento-investimentos-brasil-papel-mercado-capitais.pdf](http://www.cemec.ibmec.org.br/download/tdi_cemec05_financiamento-investimentos-brasil-papel-mercado-capitais.pdf) e TDI CEMEC 08 - FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL - ANÁLISE PRELIMINAR PARA RELATÓRIO TRIMESTRAL:  
<http://www.cemec.ibmec.org.br/download/TDI%20CEMEC%2008%20FINANCIAMENTO%20DOS%20INVESTIMENTOS%20NO%20BRASIL%20-%20AN%20LISE%20PRELIMINAR%20PARA%20RELAT%20TRIMESTRAL.pdf>

Cabe ressaltar que os novos dados divulgados pelo IBGE alteram os números divulgados nesses dois estudos anteriores.

## **2. O investimento e poupança na economia brasileira nas Contas Econômicas Integradas (CEI)**

A recente divulgação das Contas Nacionais Integradas<sup>2</sup> cobrindo o período de 2000 a 2009 permite fazer uma análise mais detalhada da geração da poupança doméstica por setor institucional, sua destinação para investimentos e a capacidade ou necessidade líquida de financiamento de cada setor.

Os valores referentes da poupança e dos investimentos desagregados são fornecidos por setor institucional, conforme definições dadas pelo IBGE<sup>3</sup>, reproduzidas a seguir.

### **Setores Institucionais**

**Empresas Não Financeiras** - O setor institucional empresas não financeiras é composto por empresas privadas e públicas, produtoras de bens e serviços mercantis. A produção de bens e serviços mercantis significa a prática de preços economicamente significativos pelas empresas. Os preços são considerados economicamente significativos quando têm grande influência nos montantes que os produtores estão dispostos a oferecer e nos montantes que os compradores desejam comprar. O critério utilizado nas contas nacionais, para determinar se o preço é economicamente significativo, é verificar se o valor da venda dos bens e serviços cobre mais de 50% dos custos de produção.

**Empresas Financeiras** - As empresas financeiras são unidades institucionais que se dedicam, principalmente, à intermediação financeira ou às atividades auxiliares estreitamente ligadas a ela. Portanto, também, incluem as empresas cuja principal função é facilitar a intermediação sem que elas próprias a pratiquem. O setor institucional empresas financeiras é subdividido em instituições financeiras e instituições de seguro. No primeiro grupo, incluem-se o Banco Central do Brasil, as sociedades que compõem o sistema financeiro nacional e os auxiliares financeiros. No segundo grupo,

---

<sup>2</sup> A visão de conjunto da economia brasileira é fornecida pelas CEI, onde, numa única tabela, estão dispostas, em colunas, as contas dos setores institucionais, do resto do mundo, de bens e serviços e a soma dos setores institucionais, isto é, o total da economia.

<sup>3</sup> Sistema de Contas Nacionais Brasil 2ª. Edição, Série Relatórios Metodológicos, volume 24, Rio de Janeiro, 2008.

## **CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**

### **RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

incluem-se as sociedades de seguros, planos de saúde e fundos de pensão. O objetivo principal da atividade seguradora é transformar riscos individuais em riscos coletivos, garantindo pagamentos (indenizações ou benefícios) no caso da ocorrência de sinistro.

**Administração Pública** - O setor institucional administração pública é constituído por unidades que têm como função principal produzir serviços não mercantis destinados à coletividade e/ou efetuar operações de repartição de renda e de patrimônio. Os serviços são considerados não mercantis quando prestados de forma gratuita ou semigratuita. A principal fonte de recursos do setor é o pagamento obrigatório efetuado pelas demais unidades institucionais na forma de impostos, taxas e contribuições sociais.

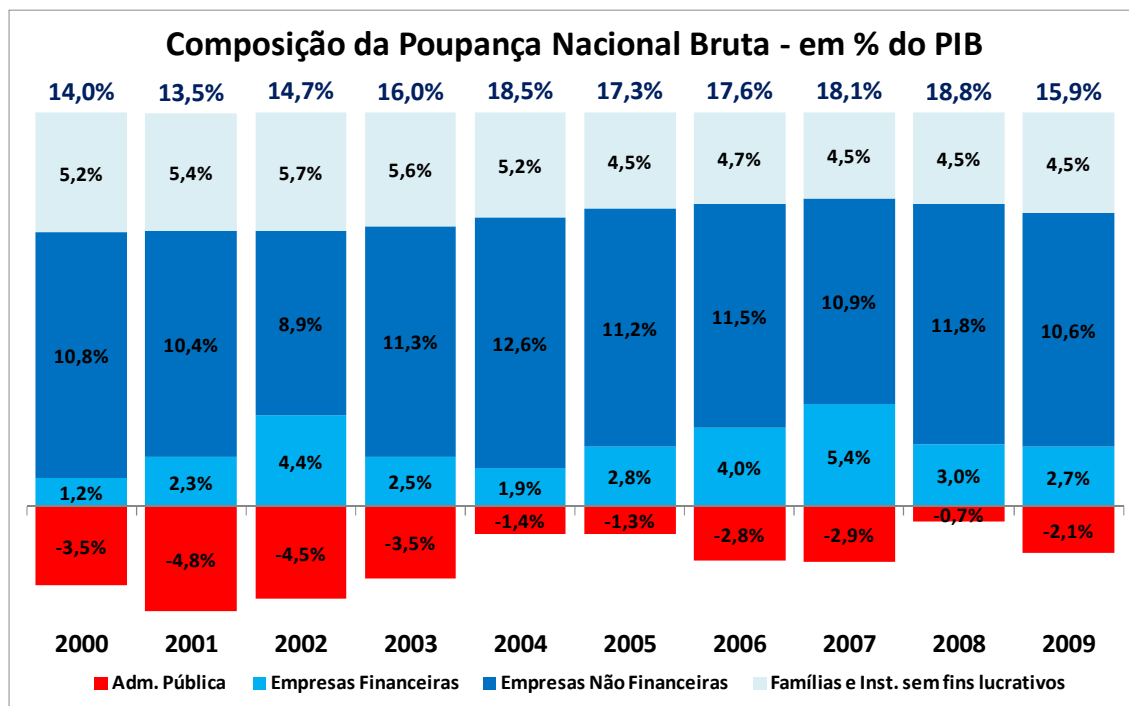
**Famílias** - O setor famílias é como um pequeno grupo de indivíduos que partilham o mesmo alojamento, que reúnem parte, ou a totalidade, do seu rendimento e patrimônio e que consomem coletivamente certos tipos de bens e serviços, principalmente a habitação e a alimentação. O setor institucional famílias abrange as famílias enquanto unidades de consumo e as famílias produtoras. Nesse grupo, estão incluídas as unidades produtivas não inscritas no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica - CNPJ (não constituídas em empresas), e os trabalhadores autônomos. Além dessas categorias, são considerados ainda o aluguel imputado aos imóveis residenciais ocupados por seus proprietários, o aluguel efetivo recebido por pessoas físicas e o serviço doméstico remunerado.

**Instituições Sem Fins de Lucro a serviço das famílias** - As instituições sem fins de lucro são entidades jurídicas ou sociais criadas com o fim de produzir bens ou serviços, cujo estatuto não lhes permite ser uma fonte de rendimento, lucro ou outro ganho financeiro para as unidades que as criam, controlam ou financiam.

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

No gráfico 01 é possível observar a evolução da poupança doméstica por setor institucional.

**GRÁFICO 01**



Esses dados mostram:

- 1) Desde 2000, a poupança da administração pública tem sido negativa<sup>4</sup>;
- 2) Como resultado, a poupança agregada dos demais setores institucionais tem sido maior que o total da poupança doméstica; por exemplo, no período de 2005 a 2010 a taxa média de poupança desses setores tomados em conjunto foi de 19,3% do PIB; a taxa média de poupança doméstica nesse período foi de 17,3%, após a dedução da poupança da administração pública (-2,0%);
- 3) As empresas não financeiras têm respondido por cerca de 2/3 da geração de poupança doméstica; o total de empresas financeiras e não financeiras gera mais de 80% da poupança doméstica;

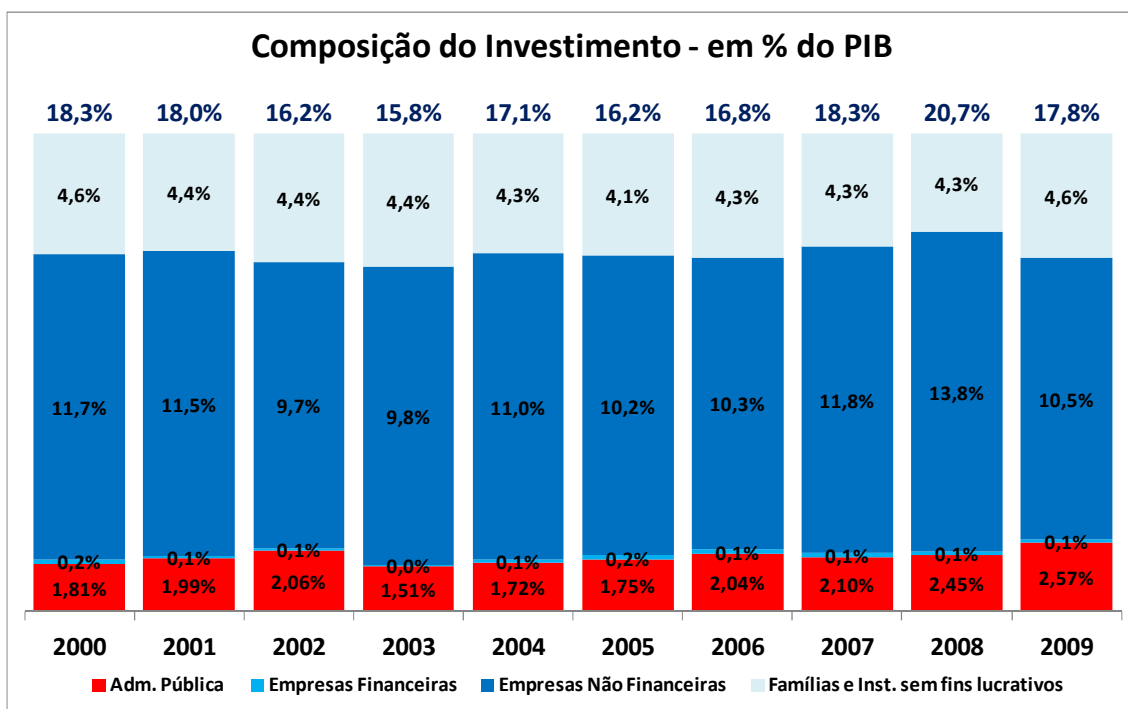
<sup>4</sup> Note-se que no conceito das Contas Nacionais a Administração Pública se refere apenas à administração direta e indireta (autarquias, fundações); empresas estatais, estão incluídas nos setores de empresas financeiras ou não financeiras; embora o agregado desses setores, mais famílias e entidades sem fins lucrativos contenha também empresas estatais, o mesmo é referido neste trabalho como “setor privado” levando em conta que empresas privadas e famílias são a maior parte desse agregado.

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

- 4) Não obstante a taxa de formação de poupança das famílias tenha se reduzido em quase um ponto porcentual entre a primeira metade e a segunda metade da década (de 5,4% para 4,5% do PIB), sua contribuição tem sido estável, da ordem de ¼ da poupança doméstica.

Os dados das contas nacionais permitem examinar também a participação de cada setor institucional na formação bruta de capital fixo, cujo financiamento tem por fonte a poupança gerada no próprio setor ou, quando insuficiente, a poupança transferida de outros setores. O gráfico 02 apresenta a composição dos investimentos em termos de porcentagem do PIB, representados aqui pela formação bruta de capital fixo.

**GRÁFICO 02**

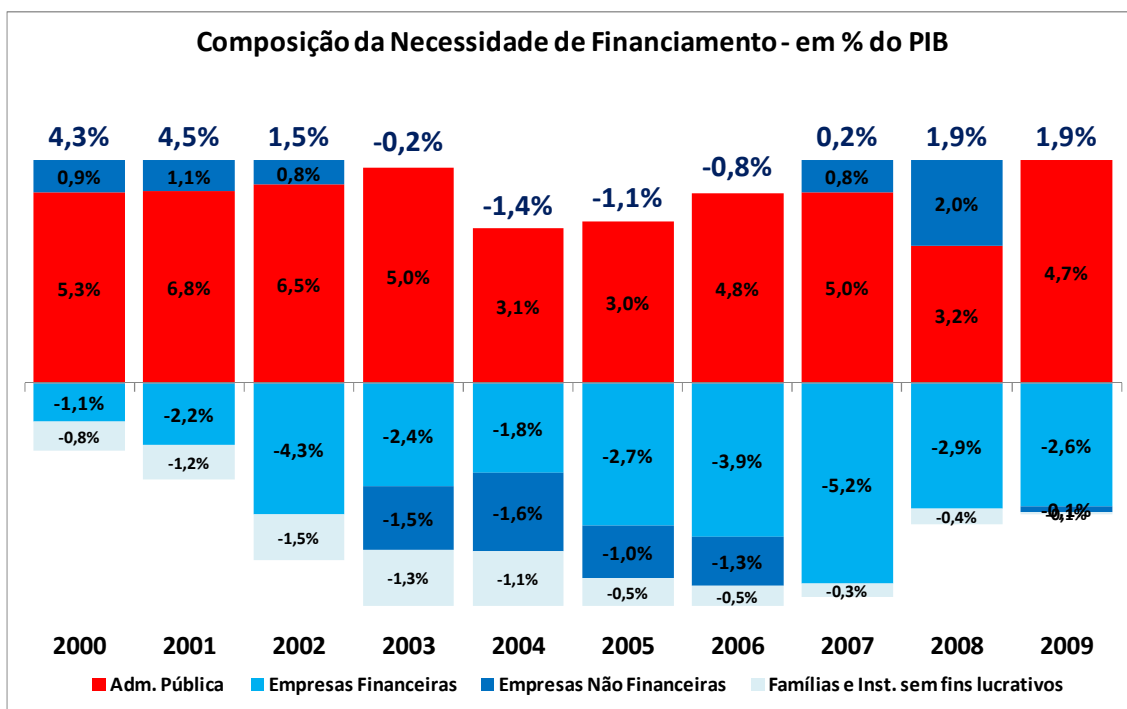


A parcela investida pela administração pública apresenta tendência positiva desde 2003, aumentando de 1,51% para 2,57% em 2009. Predominam, entretanto, os investimentos de empresas e famílias, que no período mais recente (2005/2009) tem investido em média 15,7% do PIB, ou seja 87% do investimento total. No caso dos investimentos das famílias, note-se que apesar do forte crescimento do volume de financiamentos imobiliários ocorrido nos

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

últimos anos, sua taxa de investimentos em relação ao PIB é quase estável em toda a década, apresentando apenas discreto crescimento para 4,6% em 2009, reproduzindo o mesmo percentual de 2000. O balanço entre poupança gerada e investimentos realizados para cada setor institucional é representado no gráfico 03.

**GRÁFICO 03**



Podem ser feitas algumas observações:

1. Nas empresas financeiras e famílias a poupança gerada é maior que os investimentos realizados em todo o período analisado – esses setores originam excedentes de poupança que de algum modo são transferidos para os demais, ou mesmo para o exterior, no caso do país apresentar superávit em contas correntes;
2. As empresas não financeiras apresentam necessidades de financiamento, ou seja, não conseguem financiar seus investimentos integralmente com sua poupança em cinco dos dez anos analisados; não é difícil constatar que isso ocorre naqueles anos em que esse setor realiza investimentos acima da média, como é o caso de 2000, 2001, 2007 e 2008, ou quando enfrentam choques que comprometem sua capacidade de poupança, como é o caso de 2002;

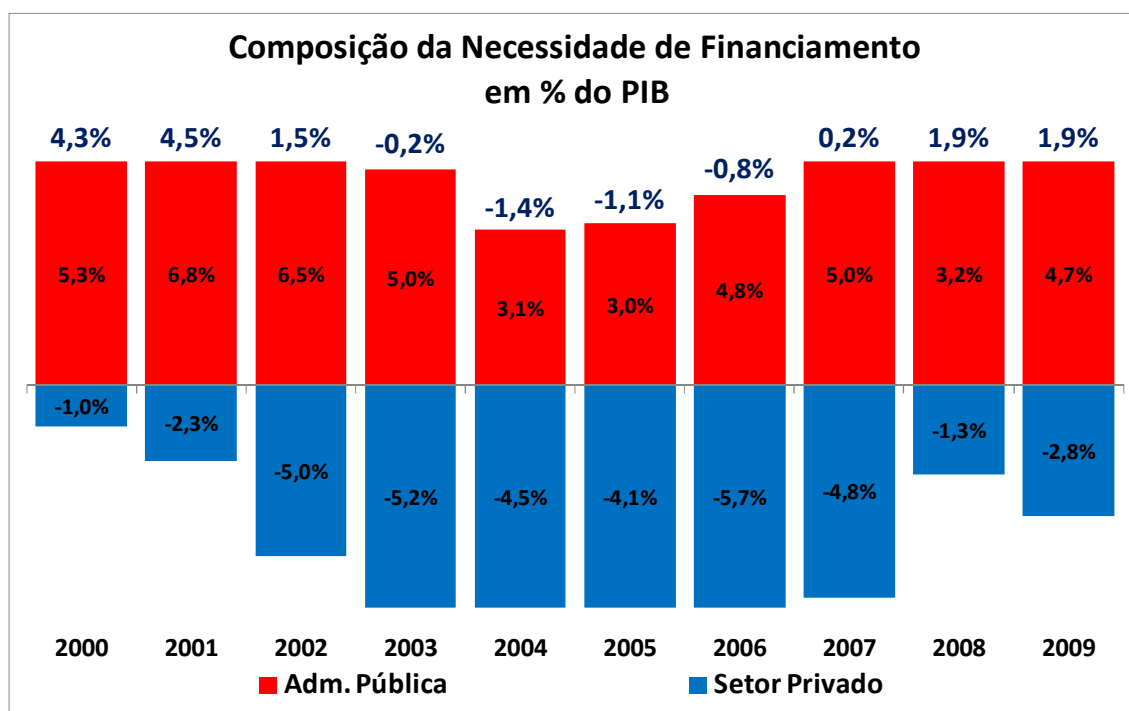


**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

3. A administração pública apresenta necessidades de financiamento em todos os períodos considerados, cuja dimensão em relação ao PIB é o resultado da soma de sua poupança negativa com a taxa de investimentos. Como em todos os anos desse período as necessidades de financiamento são superiores aos investimentos, isso equivale à constatação de que todo o investimento público realizado no período de 2000 a 2009 foi financiado pela colocação de dívida pública, ao que se acrescentou a parcela necessária para cobrir o excedente de despesas correntes sobre a receita.

O gráfico 04 permite observar a evolução a capacidade ou necessidades de financiamento de dois grupos, a saber, administração pública e a soma das empresas e famílias.

**GRÁFICO 04**



Em azul, na parte de baixo do gráfico, está representada a capacidade de financiamento de empresas e famílias (basicamente setor privado) que resulta do excedente de poupança gerada sobre o investimento realizado. Esse excedente é absorvido pela administração pública para cobrir suas necessidades de financiamento. Entre 2003 e 2007 a capacidade de

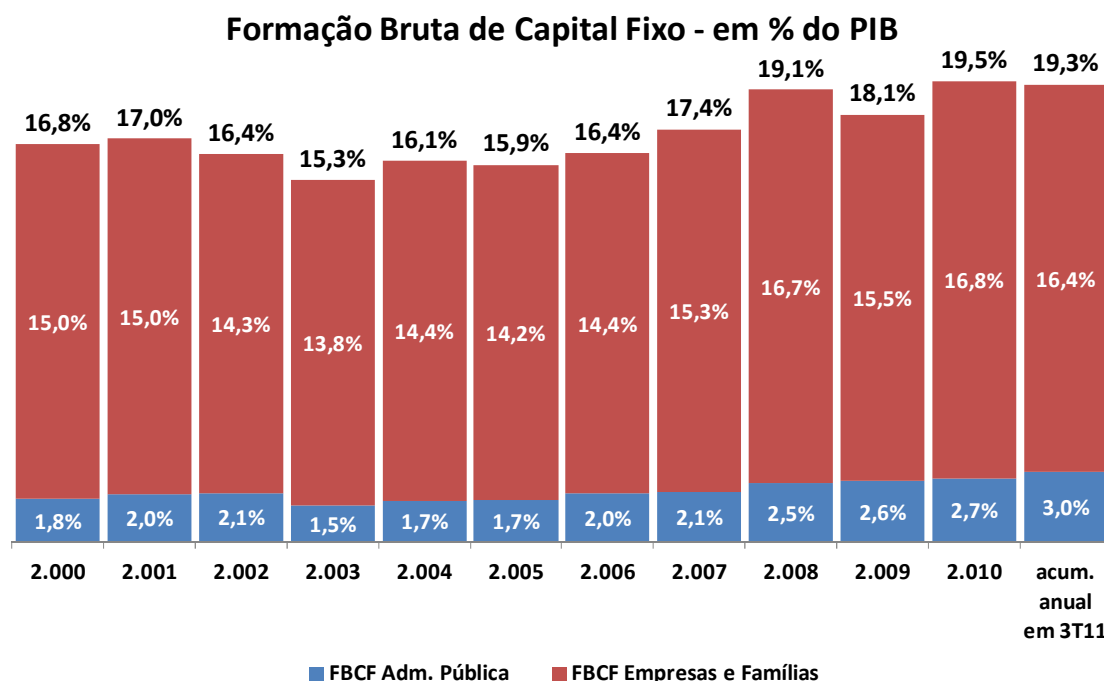
**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

financiamento do setor privado foi maior que a necessidade do setor público, o que levou à observação de superávit no balanço de contas correntes, como indicado pelos percentuais negativos no alto de cada coluna (necessidades de financiamento negativas do país). Nos demais períodos, e especialmente nos últimos dois anos, o crescimento dos investimentos de empresas e famílias reduziu seu excedente de poupança para níveis inferiores aos necessários para cobrir as necessidades de financiamento da administração pública. A diferença é coberta pela importação de poupança externa.

### **3. Visão macroeconômica: investimento e poupança na economia brasileira**

O principal componente da taxa de investimento da economia brasileira, a formação bruta de capital fixo, continua muito baixa, seja pelo investimento privado, que apresenta queda no acumulado de quatro trimestres terminados em setembro, 16,8%, contra 16,4% no ano de 2010, seja pelo investimento do setor público, no conceito administração pública<sup>5</sup>, que apesar de ter crescido nos últimos dois anos tem valor ainda muito baixo; como indicado no gráfico 05.

**GRÁFICO 05**



No gráfico 06 é apresentada a evolução da taxa de investimento (inclusive variação de estoques), taxa interna de poupança e déficit em contas correntes, todos apresentados como percentual do PIB.

Mesmo com taxas de investimento inferiores ao requerido para crescer 4,5% a.a., que é de 21% a.a. segundo estimativas realizadas por Pastore, Pinotti e Pagano (2010)<sup>6</sup>, verifica-se que sua modesta elevação nos últimos anos já

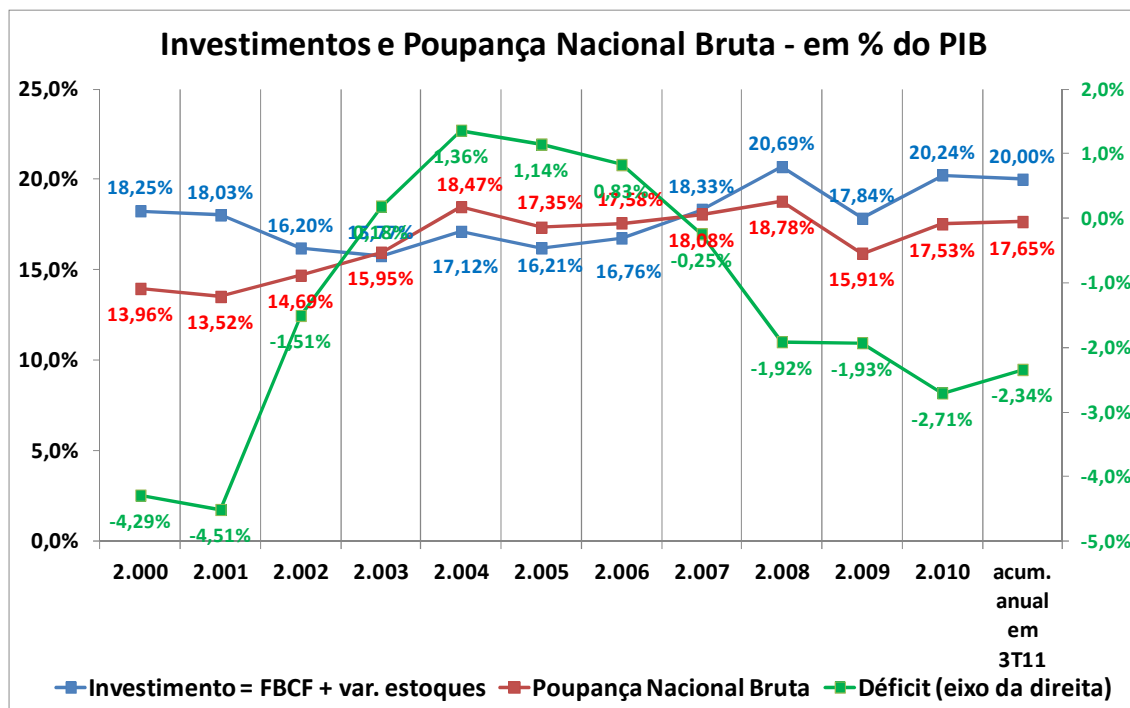
<sup>5</sup> A partir de 2007 Os investimentos do setor público foram projetados pelo CEMEC, a partir das despesas do tesouro nacional como apresentado no anexo 1 ao final deste relatório.

<sup>6</sup> Pastore A. C.; Pinotti, M. C.; Pagano, T. A. **Limites ao Crescimento Econômico** – XXII Forum Nacional – Estudos e Pesquisas 345, maio 2010.

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

implicou a geração de um déficit em contas correntes da ordem de 2% a 3% do PIB, dada a insuficiência da poupança interna.

**GRÁFICO 06**

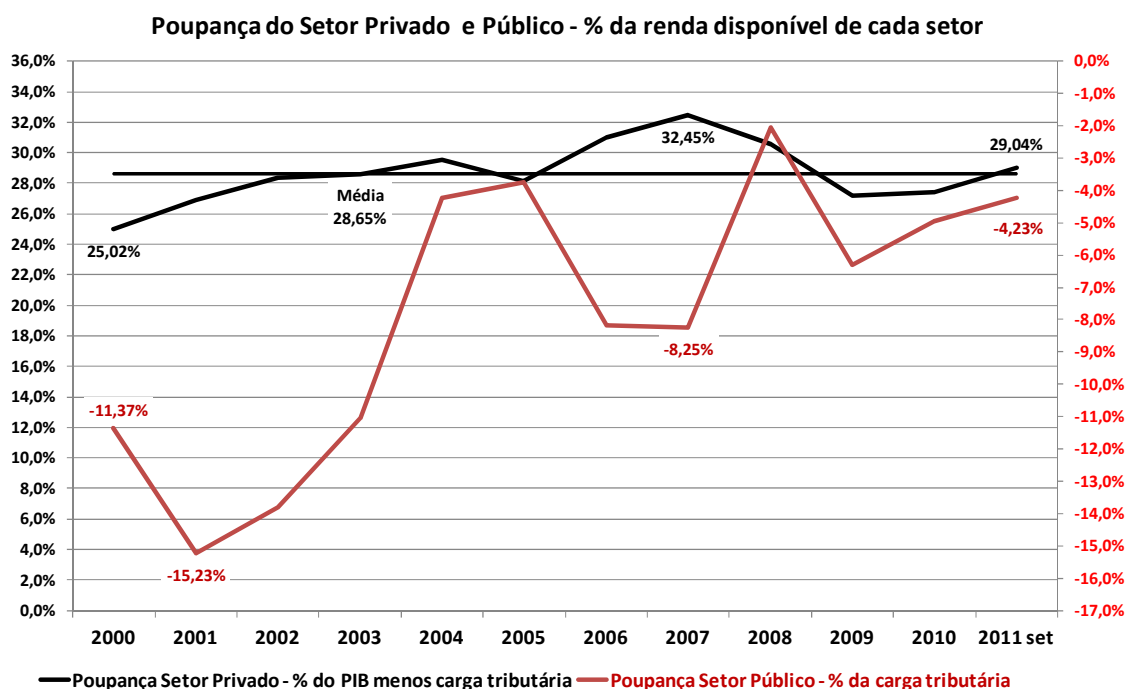


Bastou a elevação da taxa média de investimento de 16,5% observada no período 2003/2006, para 19,3% em média nos últimos quatro anos, para que seu financiamento demandasse a complementação de poupança externa. Fosse mantida a taxa de poupança nos níveis atuais (entre 16,0% e 18,0%), a realização da taxa de investimentos de 21%, levaria à observação de um déficit em conta corrente da ordem 3% a 5% do PIB. Embora não seja objeto deste trabalho aprofundar esse ponto, esses níveis de déficit em contas correntes provavelmente exporiam a economia brasileira a um risco elevado de crise cambial tão logo ocorresse alguma reversão no atual panorama de elevada liquidez internacional e/ou no ciclo recente de ganhos da relação de trocas. Existem razões para acreditar que não será fácil elevar significativamente a taxa de poupança no curto prazo, fazendo com que a sustentação de um crescimento da ordem de 4,5% a.a. demandará certamente a complementação de poupança externa.

## CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

No Gráfico 07 são apresentadas estimativas das taxas médias de poupança dos setores público e privado, desde 2.000 e para a soma dos últimos quatro trimestres terminados em setembro de 2011. Dada a forte elevação da carga tributária nesse período, adotou-se o critério de calcular a taxa de poupança do setor público sobre o valor da carga tributária, enquanto que a taxa de poupança do setor privado foi apurado em relação ao valor do PIB líquido da carta tributária<sup>7</sup>.

**Gráfico 07**



**FONTES:** IBGE, BACEN e IPEA. **Elaboração:** CEMEC.

Observações: Poupança do Setor Público (em % da carga tributária): Poupança do Setor Público, como percentagem da carga tributária bruta; Poupança do Setor Privado (em % PIB menos a Carga Tributária): Poupança do Setor Privado como percentagem do PIB menos a carga tributária bruta.

Os dados sugerem que a poupança do setor público está num processo de recuperação lenta e gradual desde 2001. A taxa média de poupança do setor privado mostra uma estabilidade em torno da média, 28% do PIB líquido da carga tributária, com desvio padrão de cerca de três pontos percentuais.

<sup>7</sup> Os dados, fontes e metodologia adotada são apresentados no anexo 2.

#### **4. Padrão de financiamento dos investimentos privados: empresas e famílias no período de 2000 ao terceiro trimestre de 2011**

Com o objetivo de construir uma medida de participação das fontes tradicionais de financiamento de médio e longo prazo no investimento das empresas e famílias buscou-se inicialmente gerar estimativas do padrão de financiamento observado no período de 2000 ao terceiro trimestre de 2011 (acumulado móvel de quatro trimestres). Para tanto, adotou-se a metodologia de identificar os fluxos anuais das principais fontes de financiamento de médio e longo prazo disponíveis na economia brasileira nesse período<sup>8</sup> e cuja destinação supõe-se ser prioritariamente destinada ao financiamento de investimentos, na forma de formação bruta de capital fixo:

- a) Investimento Estrangeiro Direto;
- b) Desembolsos BNDES em financiamentos a empreendimentos e máquinas e equipamentos;
- c) Desembolsos FGTS em financiamentos à produção habitacional (construção e reforma) e saneamento;
- d) Desembolsos SBPE em financiamentos à produção habitacional (construção e reformas);
- e) Emissões externas (*bond*' e *notes*) de empresas não financeiras pela taxa de câmbio média;
- f) Mercado de capitais: emissão primária de ações e títulos de dívida privada (debêntures de empresas não financeiras e Certificados de Recebíveis Imobiliários).

Foi utilizada a base de dados do CEMEC para apurar os fluxos anuais de cada uma dessas fontes, seja na forma de emissões primárias no caso de ações e títulos de dívida privada corporativa, seja na forma de desembolsos no caso de operações de crédito.

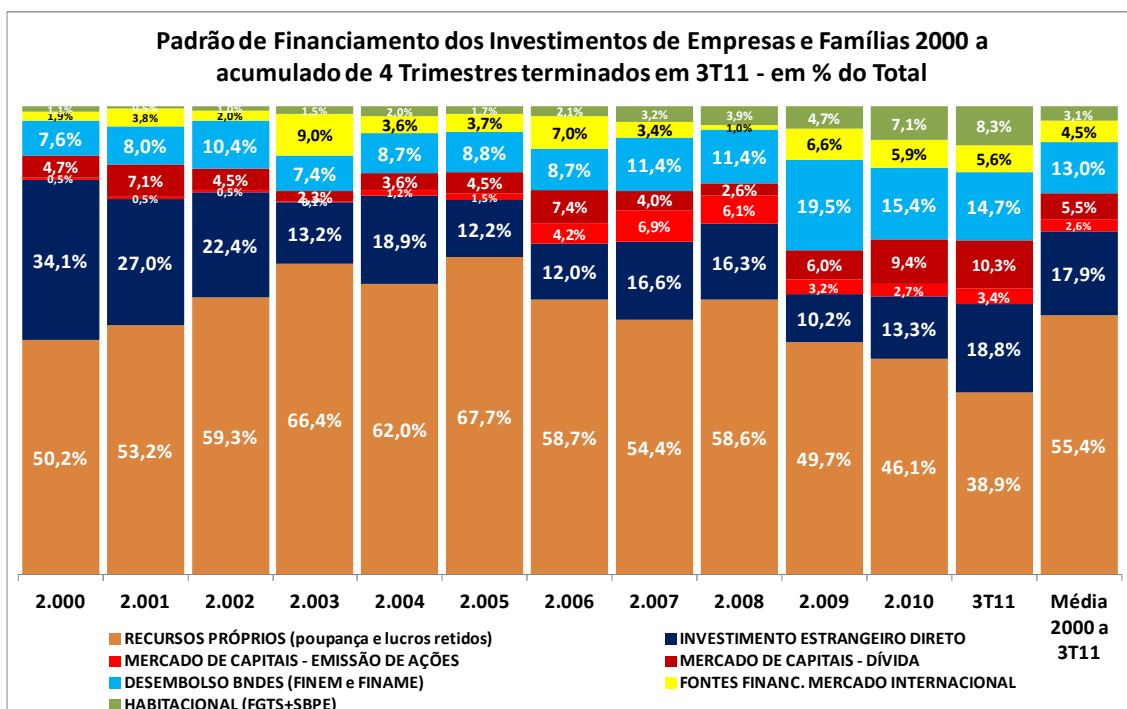
---

<sup>8</sup> Adotam-se nesse relatório algumas mudanças metodológicas em relação ao trabalho original, TDI CEMEC 05, a saber: a) não se considera mais as emissões de FDIC como fonte de médio e longo prazo por serem, na sua grande maioria, fontes de financiamento de capital de giro comercial e pelos FDICs conterem parcela de CRIs o que nos daria uma certa dupla contagem; b) não se considerou no primeiro trabalho as emissões de CRI de esforços restritos o que não ocorre na nova abordagem.

## CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

A parcela referente a recursos próprios foi estimada pela diferença entre as fontes identificadas e os dados de contas nacionais referentes ao investimento privado e correspondem à estimativa de poupança das famílias e dos lucros retidos das empresas. Note-se que para evitar distorções, em 2010, não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás.

**Gráfico 08**



Evidentemente a escolha das fontes tradicionais de financiamento de médio e longo prazo é arbitrária. Por um lado, nada impede que recursos de longo prazo sejam utilizados para cobertura de despesas correntes. Por outro, pode ocorrer que muitas empresas utilizem recursos de curto prazo, objeto de renovações recorrentes ou mesmo o saldo favorável das contas de fornecedores e estoques para financiar parte dos investimentos.

Para examinar a relevância das fontes tradicionais, a tabela 01, a seguir, apresenta as correlações lineares entre as fontes tradicionais e o investimento de empresas e famílias, ambos em termos de percentuais do PIB, no período de 2000 ao terceiro trimestre de 2011, e com somas móveis de quatro trimestres.

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

**Tabela 01**

**Correlação Linear entre Fontes de Financiamento e Investimento de  
Empresas e Famílias – em % do PIB**

<b>FONTES DE FINANCIAMENTO</b>	<b>Correlação</b>
Desembolso BNDES (FINEM e FINAME)	0,793
Habitacional (FGTS+SBPE)	0,810
<b>MERCADO DE CAPITAIS</b>	<b>0,774</b>
Emissão primária de ações de empresas não financeiras	0,658
Emissão debêntures (não leasing/financeiras)	0,392
Emissão CRI	0,799
<b>TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS DOMÉSTICOS</b>	<b>0,865</b>
Captações Mercado Internacional (bonds e notes)	-0,012
Investimentos Estrangeiros Diretos	-0,040
<b>TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS EXTERNOS</b>	<b>-0,050</b>
<b>TOTAL DAS FONTES UTILIZADAS</b>	<b>0,784</b>

Verifica-se, na tabela 01, que as correlações das fontes domésticas com o investimento de empresas e famílias, 0,865, sugerem a relevância dessas fontes como financiadores dos investimentos de empresas e famílias. Note-se que as emissões de títulos do mercado de capitais apresentam uma correlação similar com os investimentos do que os desembolsos BNDES ou imobiliários, o que apenas reforça a percepção da importância do mercado de capitais no financiamento dos investimentos. Cabe salientar que correlações lineares baixas ou até negativas não implicam, necessariamente em ausência de relação, uma vez que a relação correta entre as fontes e os investimentos pode conter alguma defasagem temporal, para frente ou para trás; o que parece ser o caso das fontes externas<sup>9</sup>.

---

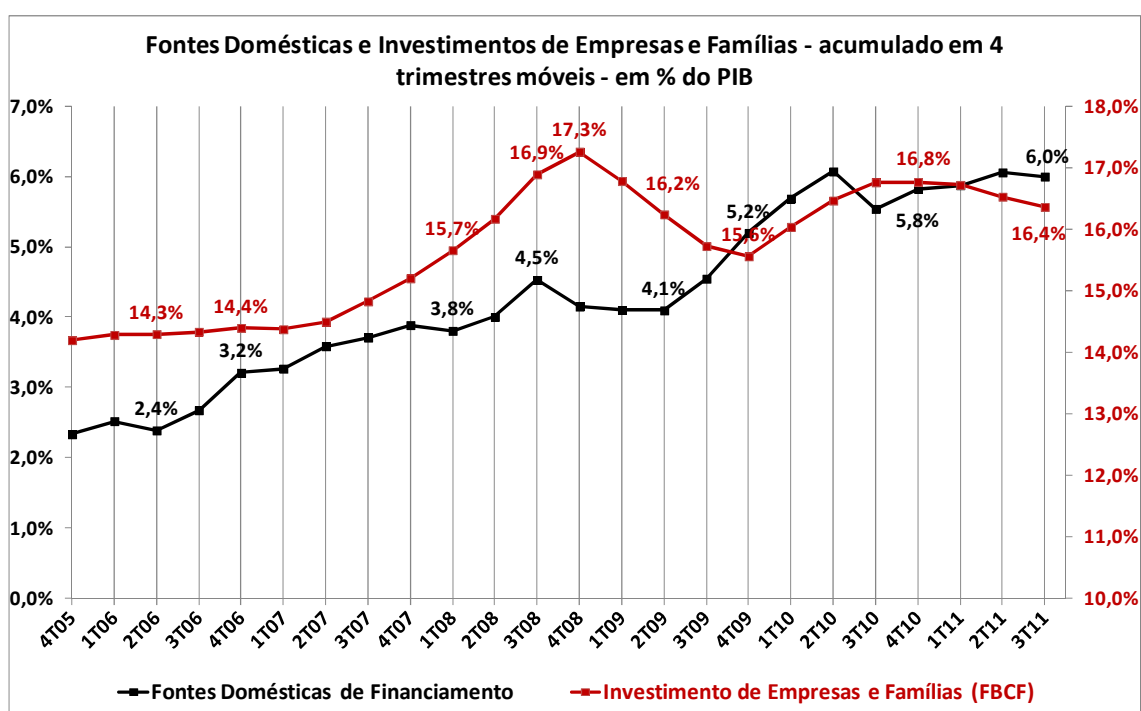
<sup>9</sup> Apesar da ausência de correlações positivas, não há dúvidas sobre a contribuição dos investimentos estrangeiros diretos e empréstimos externos de médio e longo prazo ao investimento das empresas e complementação da poupança doméstica.



## 5. Comportamento Recente das Fontes Domésticas e Externas de Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias

O gráfico 09, a seguir, apresenta a evolução do acumulado em quatro trimestres das fontes domésticas de financiamento de médio e longo prazo e dos investimentos das empresas e famílias, ambos como percentual do PIB.

**Gráfico 09**

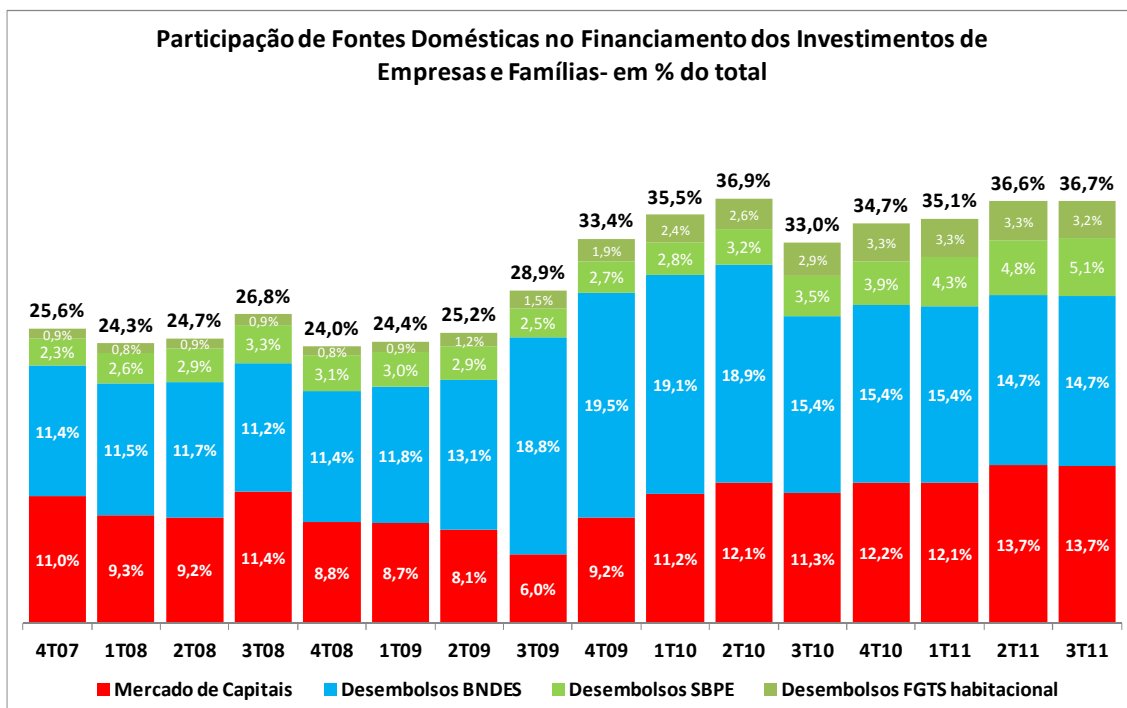


Verifica-se que no período recente, do quarto trimestre de 2009 ao terceiro trimestre de 2011, há uma elevada correlação entre o comportamento das fontes domésticas e o investimento das empresas e famílias; houve um crescimento até o segundo trimestre de 2011 e uma pequena queda no terceiro trimestre de 2011.

O gráfico 10, a seguir, apresenta o comportamento das fontes domésticas de financiamento como proporção do investimento total de empresas e famílias, no acumulado móvel de quatro trimestres.

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

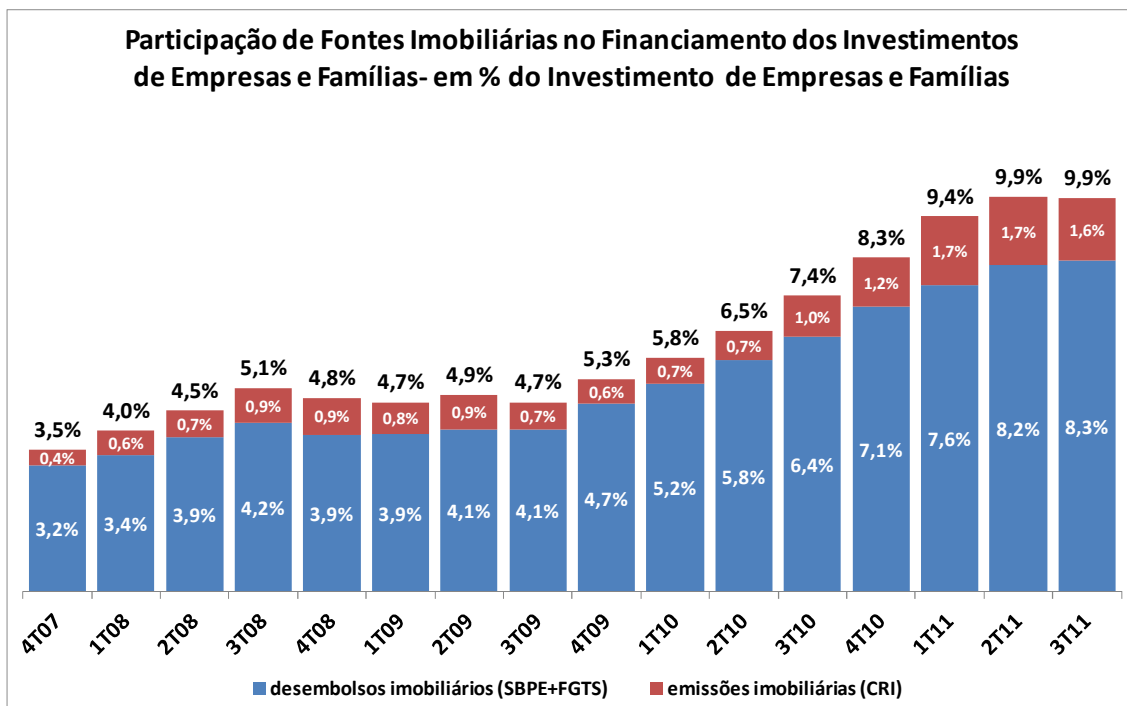
**Gráfico 5**



Verifica-se, no gráfico 5, que a crise de 2008 afetou consideravelmente as emissões de títulos de dívida do mercado de capitais o que foi compensado pelos maiores desembolsos do BNDES. Nos últimos dois trimestres, temos uma estabilidade na participação do BNDES e dos financiamentos imobiliários e um aumento do mercado de capitais.

O gráfico 06, a seguir, apresenta a participação das fontes de financiamento do setor imobiliário nos investimentos de empresas e famílias, no acumulado móvel de quatro trimestres.

**Gráfico 06**



Verifica-se que as fontes do setor imobiliário quase triplicaram sua participação entre o quarto trimestre de 2007 e o terceiro trimestre de 2011 e quase dobraram sua participação a partir do quarto trimestre de 2009. Pode-se dizer que caso haja recursos da caderneta de poupança<sup>10</sup> os desembolsos do FGTS e SBPE continuarão a crescer e certamente as emissões de certificados de recebíveis imobiliários desempenharão um papel importante no incremento dos investimentos das empresas e famílias.

Nas fontes originadas no mercado de capitais (emissões primária de ações, debêntures não financeiras e certificados de recebíveis imobiliários) destaca-se a expansão das emissões de debêntures e certificados de recebíveis imobiliários, já analisado nas fontes imobiliárias, e o recuo das emissões primárias de ações<sup>11</sup>. O gráfico 07, a seguir, apresenta a participação das

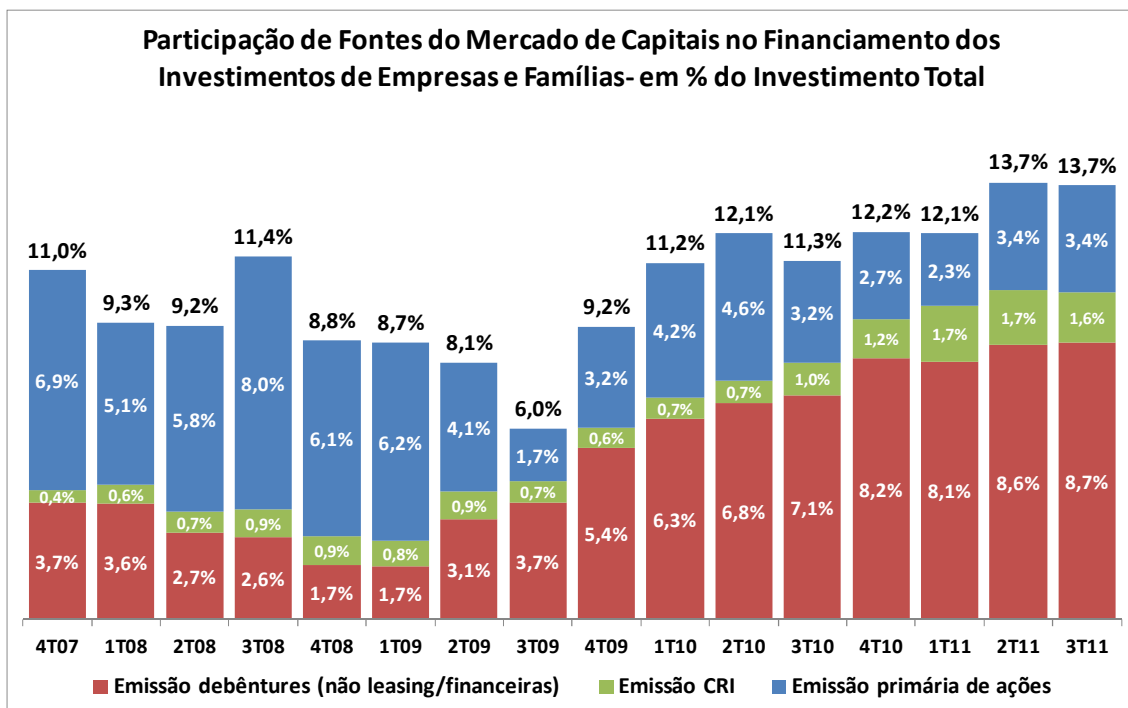
<sup>10</sup> Cabe ressaltar que não foram incluídos nesse relatório os financiamentos imobiliários do setor bancário pela dificuldade de segregar o financiamento de imóveis prontos e usados do financiamento para a construção que é o foco deste relatório. Pelo mesmo motivo, existe outra lacuna importante que é a não inclusão de mecanismos de securitização de financiamentos imobiliários.

<sup>11</sup> Note-se que para evitar distorções, em 2010, não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás.

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

fontes de financiamento do mercado de capitais nos investimentos de empresas e famílias, no acumulado móvel de quatro trimestres.

**Gráfico 07**

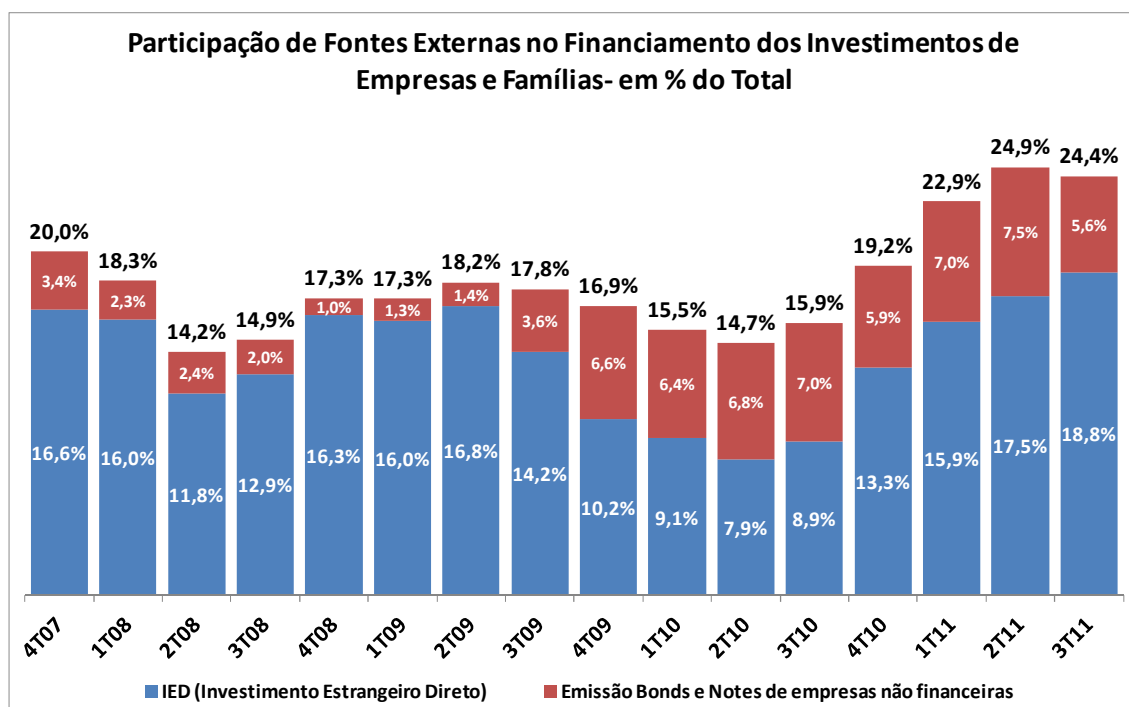


Observação: Não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás em 2010.

Constata-se que as emissões de debêntures de empresas não financeiras mais do que dobraram, no terceiro trimestre de 2011, em relação ao quarto trimestre de 2007, 3,7% para 8,6%, enquanto a emissão primária de ações, sem considerar a emissão da Petrobrás, caiu sua participação no mesmo período de comparação a quase a metade, 6,9% para 3,4%. Vale lembrar que dentre as fontes de financiamento do mercado de capitais elencadas a emissão primária de certificados de recebíveis imobiliários tem a maior correlação linear com o investimento das empresas e famílias, 0,799.

Apesar de haver uma correlação linear temporal muito baixa entre as fontes externas e os investimentos de empresas e famílias, o gráfico 08, a seguir, apresenta a participação das fontes de financiamento externas, investimentos estrangeiros diretos e captações de *bonds* e *notes* de empresas não financeiras, nos investimentos de empresas e famílias, no acumulado móvel de 4 trimestres.

**Gráfico 08**



Constata-se que a participação dos financiamentos de *bonds* e *notes* de empresas não financeiras quase dobrou entre o quarto trimestre de 2007 e o terceiro trimestre de 2011; no mesmo período o investimento estrangeiro direto cai sua participação até o segundo trimestre de 2010 e mais do que se recupera nos cinco trimestres seguintes, de 16,6% para 18,8% no terceiro trimestre de 2011. Nos últimos quatro trimestres, verificamos um elevado crescimento na participação das fontes externas, de 15,9% no terceiro trimestre de 2010 para 24,4% no terceiro trimestre de 2011; esse forte crescimento deu-se pelo elevado fluxo de investimento estrangeiro direto nesses trimestres provavelmente em função do ambiente externo problemático da Europa e o bom momento por que passa a economia brasileira.

## 6. Algumas Observações Finais

No acumulado móvel anual encerrado no terceiro trimestre de 2011 os investimentos (FBCF + estoques) da economia brasileira atingiram 20,0% do

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

PIB e a poupança nacional atingiu 17,65% do PIB complementado pela poupança externa em 2,34% do PIB. Esses níveis de investimento e poupança são inferiores aos níveis pré-crise e não são suficientes para sustentar um crescimento da ordem de 4,5% ao ano. O confronto entre as fontes tradicionais de financiamento com os investimentos privados mostra os instrumentos do mercado de capitais com correlação similar ao BNDES e FGTS. Esses resultados reforçam a percepção da relevância do mercado de capitais no financiamento dos investimentos privados e na formação da poupança nacional.

## **ANEXO 1 - Projeção da Formação Bruta de Capital**

### **Fixo das Administrações Públicas – 2010 a 3T2011**

A FBCF foi calculada pelas Contas Econômicas Integradas do IBGE de 2000 a 2009 o que nos obriga a projetar os investimentos das administrações públicas para 2010 e acumulado anual até terceiro trimestre de 2011. Dentre os dados públicos disponíveis escolheu-se correlacionar os desembolsos ordinários de custeio e investimento da execução financeira do Tesouro Nacional como *proxie* dos investimentos das administrações públicas. A tabela, a seguir, discrimina as informações sobre a execução disponibilizadas pelo Tesouro Nacional.

#### **Execução Financeira do Tesouro Nacional**

<b>Fluxos Fiscais</b>
<b>Receitas</b>
Recolhimento bruto
Incentivos fiscais (-)
Outras operações oficiais de crédito
Receita das operações de crédito
Receita do salário educação
Arrecadação líquida da previdência social
Remuneração de disponibilidades - BB
<b>Despesas</b>
<b>Liberações vinculadas</b>
Transferências a fundos constitucionais
Demais transferências a estados e municípios
Transferências da Lei Complementar 87
Outras liberações vinculadas
<b>Liberações ordinárias</b>
Pessoal e encargos sociais
Encargos da dívida contratual interna e externa
Encargos da dívida mobiliária - mercado
Benefícios previdenciários
Custeio e investimentos ← <b>Variável Escolhida como <i>proxie</i></b>
Operações oficiais de crédito
Restos a pagar
<b>Resultado financeiro do Tesouro</b>

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

Como se observa na tabela as liberações de custeio e investimento não incluem: salários e encargos sociais, benefícios previdenciários nem restos a pagar. Esses dispêndios foram colocados em percentual do PIB como mostra a tabela a seguir:

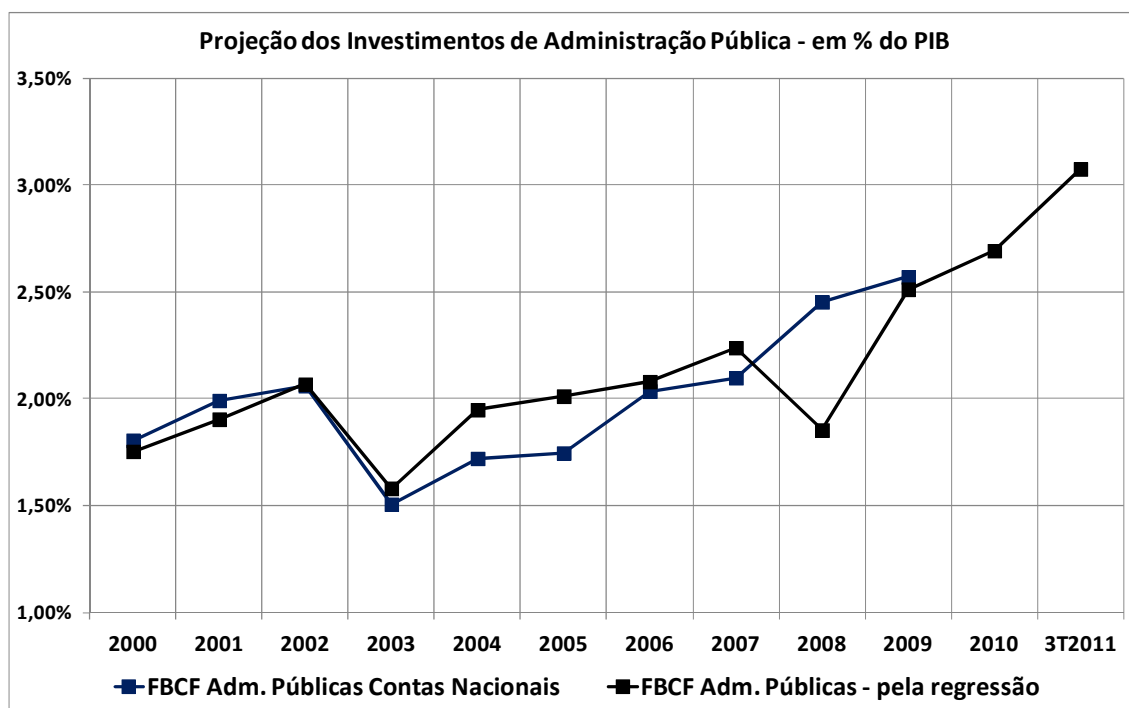
Anos	Despesas STN - custeio e investimento	Despesas STN - custeio e investimento - % PIB	FBCF Adm. Pub. – Contas Nacionais IBGE - % do PIB
2000	39.501	3,35%	1,81%
2001	47.368	3,64%	1,99%
2002	58.376	3,95%	2,06%
2003	51.317	3,02%	1,51%
2004	72.266	3,72%	1,72%
2005	82.539	3,84%	1,75%
2006	94.160	3,97%	2,04%
2007	113.815	4,28%	2,10%
2008	107.343	3,54%	2,45%
2009	152.861	4,80%	2,57%

Fontes: IPEADATA e IBGE. Elaboração: CEMEC

A regressão linear obtida é a que segue:

	Desp. TN	R-Quadrado Ajustado
coeficiente	0,5234	87,6%
t-statistics	26,349	

O gráfico a seguir apresenta os valores projetados e realizados:





**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

**ANEXO 2 – Estimativas da Poupança e FBCF das Adm. Públicas e do Setor Privado**

Período	Investimento	Poupança Externa	Poupança bruta doméstica			Formação bruta de capital fixo			Variação de Estoques	Investimento Privado
			Total	Adm. Pública	Privada	Total	Adm. Públicas	Privado		
2000	18,25%	4,29%	13,96%	-3,46%	17,42%	16,80%	1,81%	14,99%	1,45%	16,44%
2001	18,03%	4,51%	13,52%	-4,84%	18,36%	17,03%	1,99%	15,04%	1,00%	16,04%
2002	16,20%	1,51%	14,69%	-4,48%	19,16%	16,39%	2,06%	14,32%	-0,19%	14,13%
2003	15,77%	-0,18%	15,95%	-3,53%	19,48%	15,28%	1,51%	13,77%	0,49%	14,26%
2004	17,12%	-1,36%	18,47%	-1,39%	19,86%	16,10%	1,72%	14,38%	1,02%	15,40%
2005	16,21%	-1,14%	17,35%	-1,26%	18,61%	15,94%	1,75%	14,19%	0,27%	14,46%
2006	16,76%	-0,84%	17,59%	-2,80%	20,39%	16,43%	2,04%	14,39%	0,32%	14,72%
2007	18,33%	0,25%	18,08%	-2,91%	20,99%	17,44%	2,10%	15,34%	0,89%	16,23%
2008	20,69%	1,92%	18,78%	-0,74%	19,52%	19,11%	2,45%	16,66%	1,58%	18,24%
2009	17,84%	1,93%	15,91%	-2,12%	18,03%	18,07%	2,57%	15,50%	-0,23%	15,27%
2010	20,24%	3,70%	16,54%	-1,62%	18,16%	19,46%	2,69%	16,77%	0,78%	17,55%
1970_1979	22,63%	3,46%	19,17%	4,41%	14,77%	21,40%	3,71%	17,70%	1,23%	18,93%
1980_1989	22,54%	2,06%	20,48%	0,47%	20,01%	23,13%	2,75%	20,38%	-0,59%	19,79%
1990_1999	18,50%	1,78%	16,72%	-2,13%	18,85%	18,24%	2,72%	15,53%	0,26%	15,78%
2000_2009	17,52%	1,09%	16,43%	-2,75%	19,18%	16,86%	2,00%	14,86%	0,66%	15,52%
quatro trimestres acumulados em Setembro de 2011	20,00%	2,34%	17,65%	-1,39%	19,05%	19,32%	3,08%	16,25%	0,67%	16,92%

	Contas Nacionais - IBGE
	Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE
	Projeção CEMEC

**Observações:**

**Poupança Externa** - de 1970 a 1994 pelo déficit em conta corrente do balanço de pagamentos convertido para reais pela taxa de câmbio média do ano. De 1995 a junho de 2011 Contas Nacionais IBGE.

**Poupança Bruta Doméstica Total** - de 1970 a 1994 pela diferença entre investimento e poupança externa, de 1995 a junho 2011 dado do IBGE.

**Poupança Administração Pública** - De 1970 a 1980 (inclusive) adotou-se o dado de Fabio Giambiagi et alli em "Economia Brasileira Contemporânea", ed. Campus, tabela A14. De 1981 a 1999 adotou-se a fórmula: FBCF das adm. Públicas - Necessidades de Financiamento do Governo Central e Estados e Municípios no conceito operacional. De 2000 a 2006 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas. De 2007 a junho de 2011 adotou-se a fórmula: FBCF das adm. Públicas - Necessidades de Financiamento do Governo Central e Estados e Municípios no conceito nominal.

**Poupança Privada** - De 1970 a 1990 e 2007 a junho de 2011 pela diferença entre poupança doméstica total e poupança das adm. Públicas. De 2000 a 2006 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas.

**Formação Bruta de Capital Fixo das Adm. Públicas** - De 1970 a 2006 calculado pelo IBGE. De 2007 a junho 2011 projetado pelo CEMEC, ver anexo 1.

**CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS**  
**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS**

**Formação Bruta de Capital Fixo do Setor Privado** - Pela diferença entre FBCF total e FBCF das Adm. Públicas.

**Investimento Privado** - Pela soma da FBCF do Setor Privado e a variação de estoques das Contas Nacionais do IBGE uma vez que o Governo não tem variação de estoques.