

---

---

CENTRO DE ESTUDOS DE  
MERCADO DE CAPITAIS

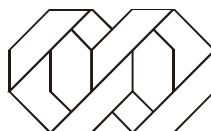
**CEMIEC**

---

---

# RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL

**Dezembro  
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. Visão macroeconômica: investimento e poupança na economia brasileira .....	4
3. Padrão de financiamento dos investimentos privados: empresas e famílias no período de 2000 a 2012 (acum. anual até 3º trimestre).....	11
4. Comportamento Recente das Fontes Domésticas e Externas de Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias .....	14
5. Algumas Observações Finais.....	19
ANEXO 1 - Projeção da Formação Bruta de Capital Fixo das Administrações Públicas – 2010 a 3º trimestre de 2012.....	21
ANEXO 2 – Estimativas da Poupança e FBCF das Adm. Públicas e do Setor Privado...	23

**Equipe Técnica:**

Diretor: Carlos Antônio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Consultores Seniores: Tatiana Albanex e Hayton Pezzoni

Analistas: Elaine Alves Pinheiro, Erik Martins Valim e Fábio Arakaki

**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 Dezembro/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.

Na primeira parte, examinam-se os dados de poupança e investimento das contas nacionais do IBGE segregados pelos setores público e privado. 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 a 2012 3º trimestre (acumulado de 4 trimestres). 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.

Cabe ressaltar que por uma questão de velocidade de atualização de dados adotou-se como fonte de dados de emissão de ações, debêntures, certificados de recebíveis imobiliários e colocações externas de *bonds* e *notes* de empresas não financeiras a ANBIMA enquanto nos relatórios anteriores a fonte era o site da CVM.

---

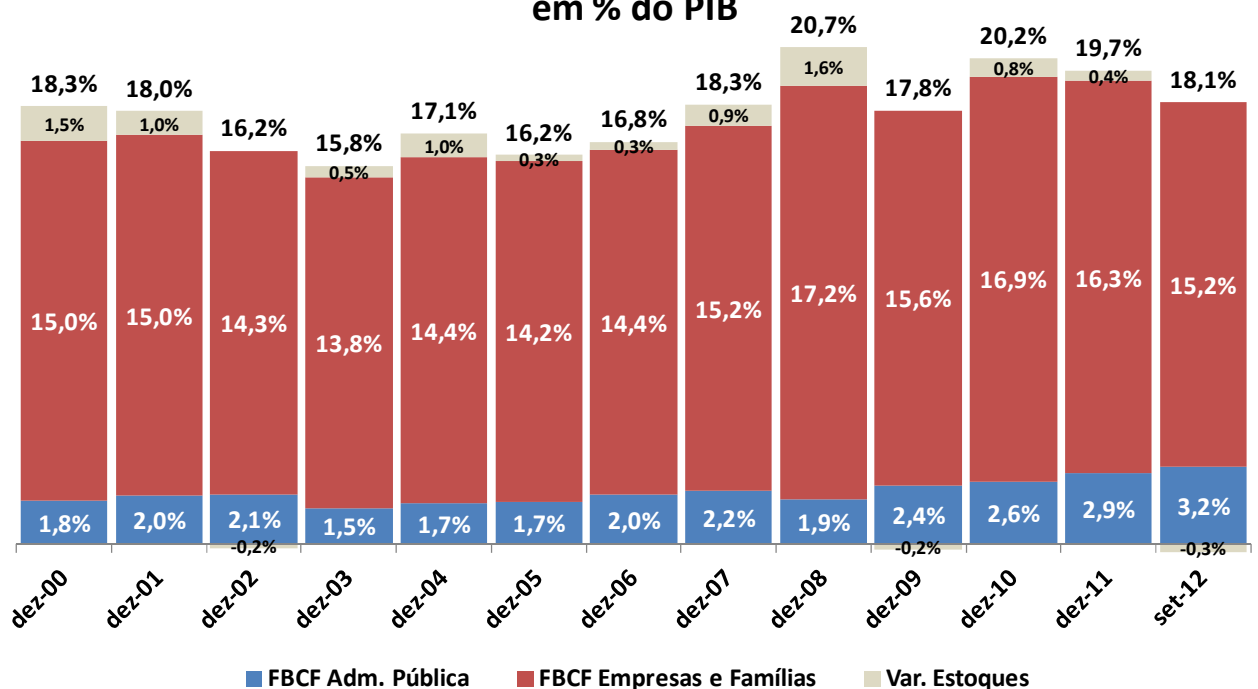
<sup>1</sup> Veja-se o TDI CEMEC 05 – FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS no endereço: [http://www.cemec.ibmec.org.br/download/tdi\\_cemec05\\_financiamento-investimentos-brasil-papel-mercado-capitais.pdf](http://www.cemec.ibmec.org.br/download/tdi_cemec05_financiamento-investimentos-brasil-papel-mercado-capitais.pdf) 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%20RIO%20TRIMESTRAL.pdf>

## 2. Visão macroeconômica: investimento e poupança na economia brasileira

O gráfico 01, a seguir, apresenta as taxas de investimentos (FBCF + variação de estoques) em percentagem do PIB no período de 2000 a setembro de 2012 (acumulado de 4 trimestres). 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 móvel de quatro trimestres terminado em março de 2012, 15,2%, contra 16,3% no ano de 2011, seja pelo investimento do setor público, no conceito administração pública<sup>2</sup>, que apesar de ter crescido nos últimos três anos tem valor ainda muito baixo.

**GRÁFICO 01**

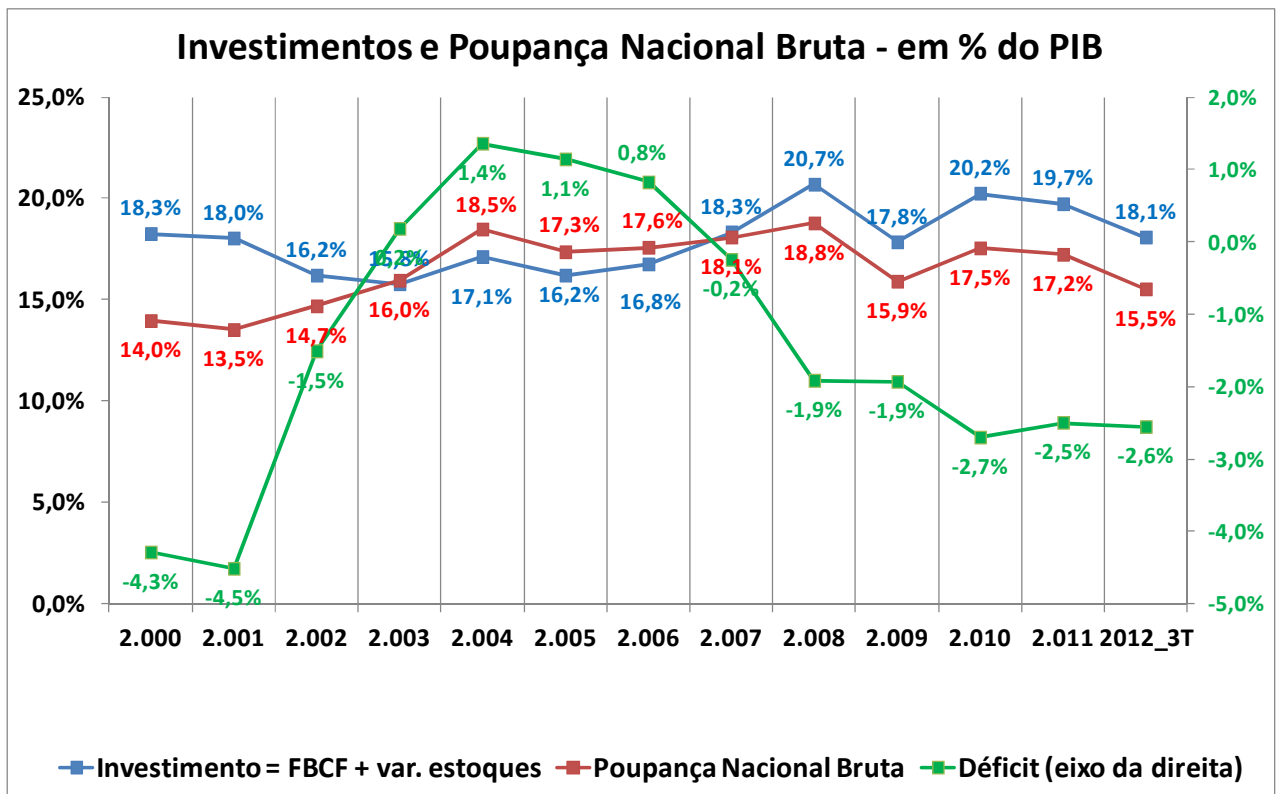
**Investimentos (FBCF + var. estoques) - acum. 4 trimestres - em % do PIB**



No gráfico 02 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.

<sup>2</sup> A partir de 2010 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.

**GRÁFICO 02**



Percebe-se, no gráfico 02, que 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>3</sup>, verifica-se que sua modesta elevação nos últimos anos já implicou a geração de um déficit em contas correntes da ordem de 2% a 3% do PIB, dada a insuficiência da poupança interna. Bastou a elevação da taxa média de investimento de 16,5% observada no período 2003/2006, para 19,6% 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 15,5% e 18,8%), a realização da taxa de investimentos de 21%, levaria à observação de um déficit em conta correntes 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 do setor privado no curto prazo, tabela 01, fazendo com que a sustentação de

<sup>3</sup> Pastore A. C.; Pinotti, M. C.; Pagano, T. A. **Limites ao Crescimento Econômico** – XXII Forum Nacional – Estudos e Pesquisas 345, maio 2010 para uma produtividade total de fatores de 1,2%.

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

um crescimento da ordem de 4.5% a.a. demandará a complementação de poupança externa e/ou a recuperação da poupança das administrações públicas.

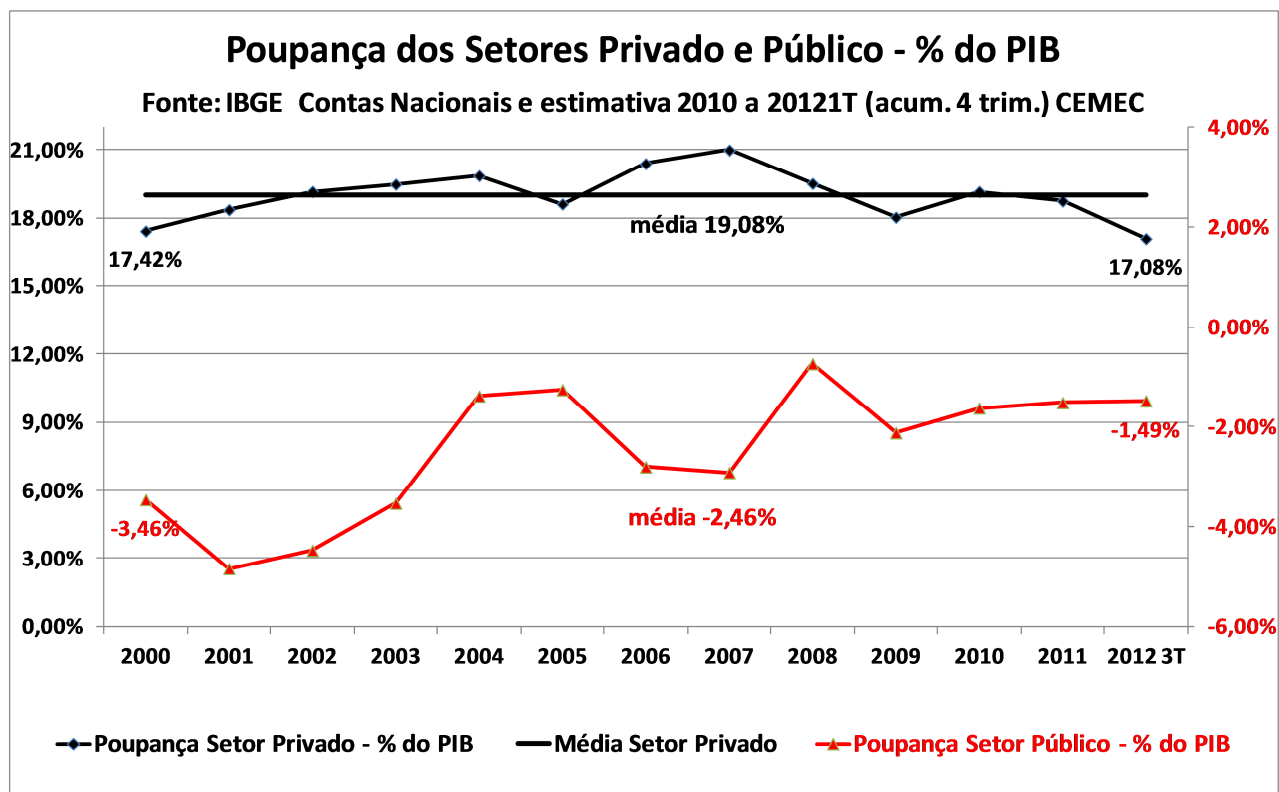
**TABELA 01 - Poupança dos Setores Privado e Público – em % do PIB**

Período	Investim. Total	Poup. Externa	Poupança bruta doméstica			Formação bruta de capital fixo			Variação de Estoques	Investim. Privado
			Total	Adm. Pública	Privada	Total	Adm. Públicas	Privado		
			(3)= (1) - (2)	(4)	(5)= (3) - (4)	(6)	(7)	(8)= (6) - (7)		
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%
2010_2011	19,98%	2,61%	17,38%	-1,58%	18,95%	19,37%	2,77%	16,60%	0,61%	17,21%
2012 3o trim.	18,16%	2,57%	15,60%	-1,49%	17,08%	18,50%	3,20%	15,30%	-0,33%	14,97%

Fonte: ver anexo 2

No gráfico 03 são apresentadas estimativas<sup>4</sup> das taxas médias de poupança dos setores público e privado em percentagem do PIB no período de 2.000 ao terceiro trimestre de 2012 (acumulado de 4 trimestres).

**GRÁFICO 03**

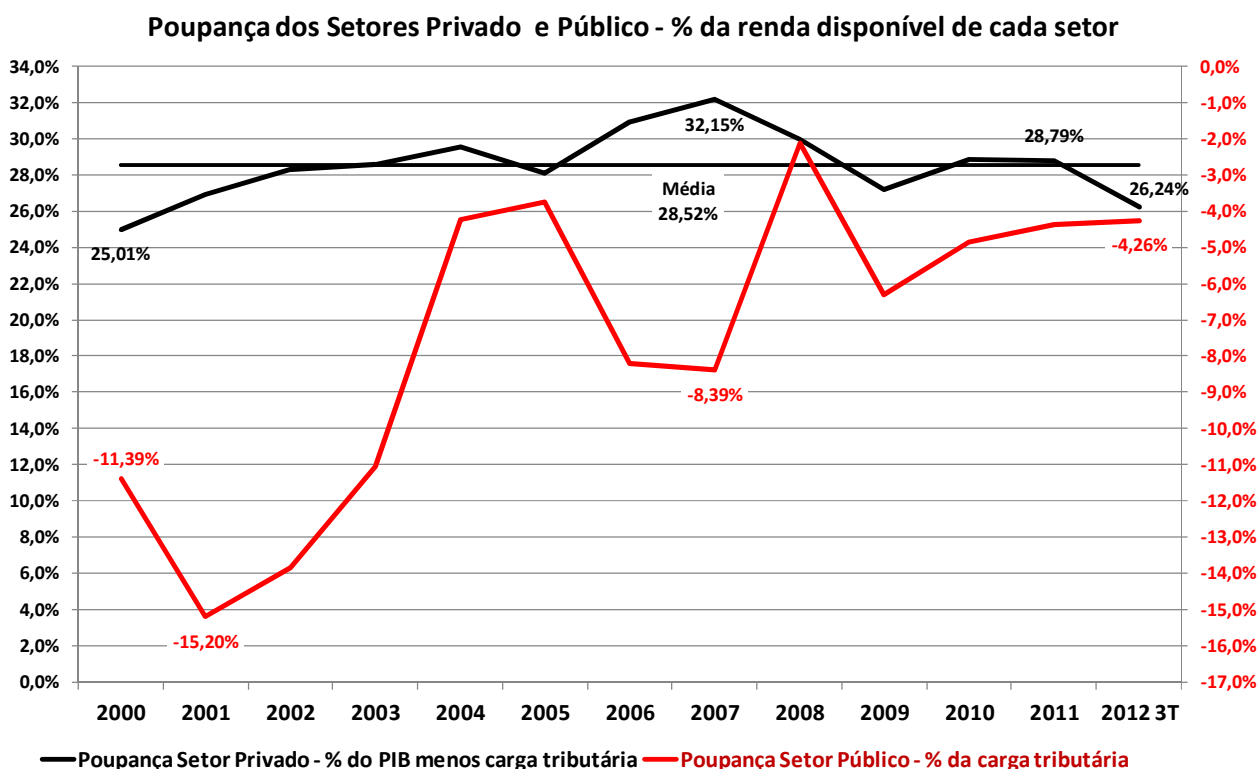


<sup>4</sup> Os dados de poupança nacional bruta de 2000 a 2009 são das Contas Nacionais do IBGE, 2010 a 2012 3T são estimativas CEMEC com base em regressão linear entre a poupança em percentagem do PIB e os dados do BACEN, como mostra o anexo 2.

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

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 carga tributária.

**GRÁFICO 04**



**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.

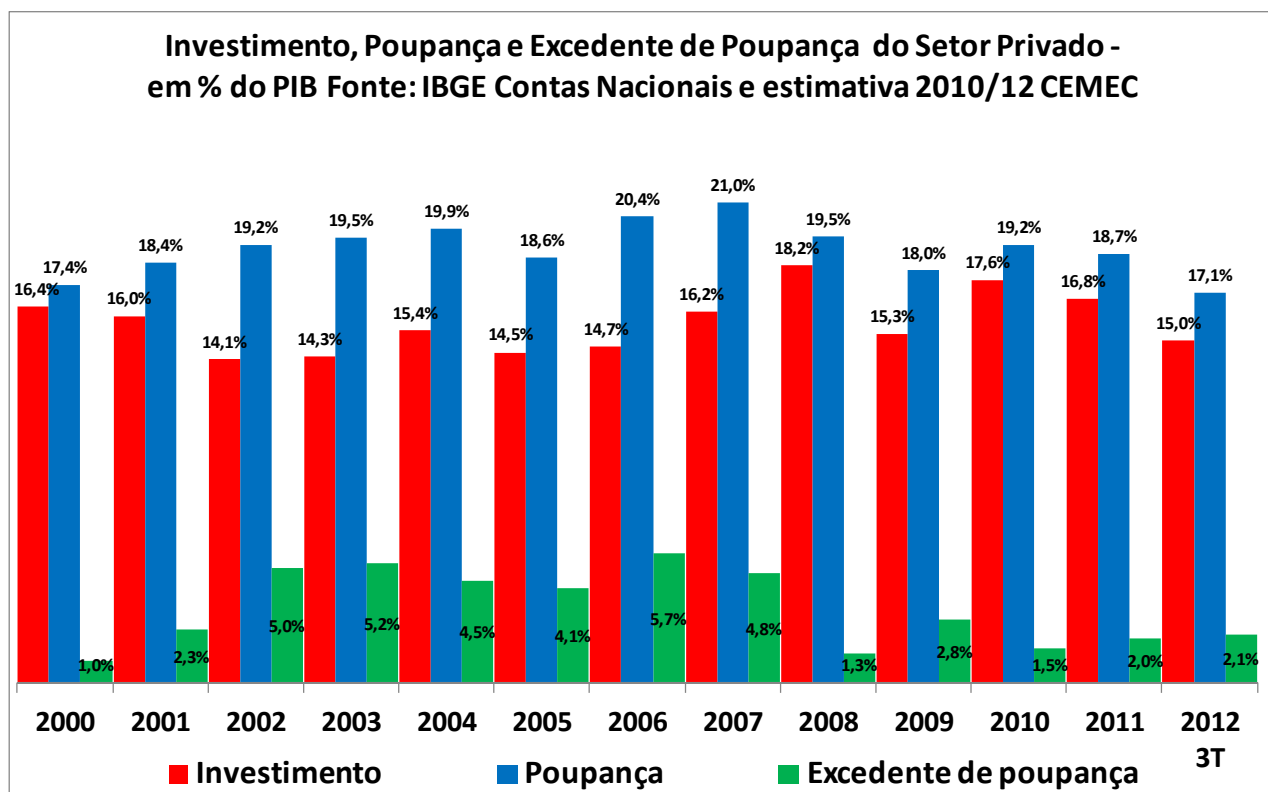
Os dados sugerem que a poupança do setor público está num processo de recuperação lenta e gradual desde 2001. A taxa média de poupança do setor privado mostra uma estabilidade em torno da média, 28,5% do PIB líquido da carga tributária, com desvio padrão de cerca de três pontos percentuais.

Em qualquer critério, em percentagem do PIB ou da renda disponível, a poupança do setor privado é positiva e mostra uma estabilidade longo prazo. Não se podem esperar mudanças bruscas no padrão da poupança privada uma vez que esta é fruto de fatores condicionantes que se alteram somente em prazo mais longo, como dentre outros: índice de urbanização, índice de dependência de idosos, aprofundamento do sistema financeiro e educação financeira.

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

Cabe ressaltar que o setor privado gera excedente de poupança após financiar seus investimentos, como mostra o gráfico 05 a seguir.

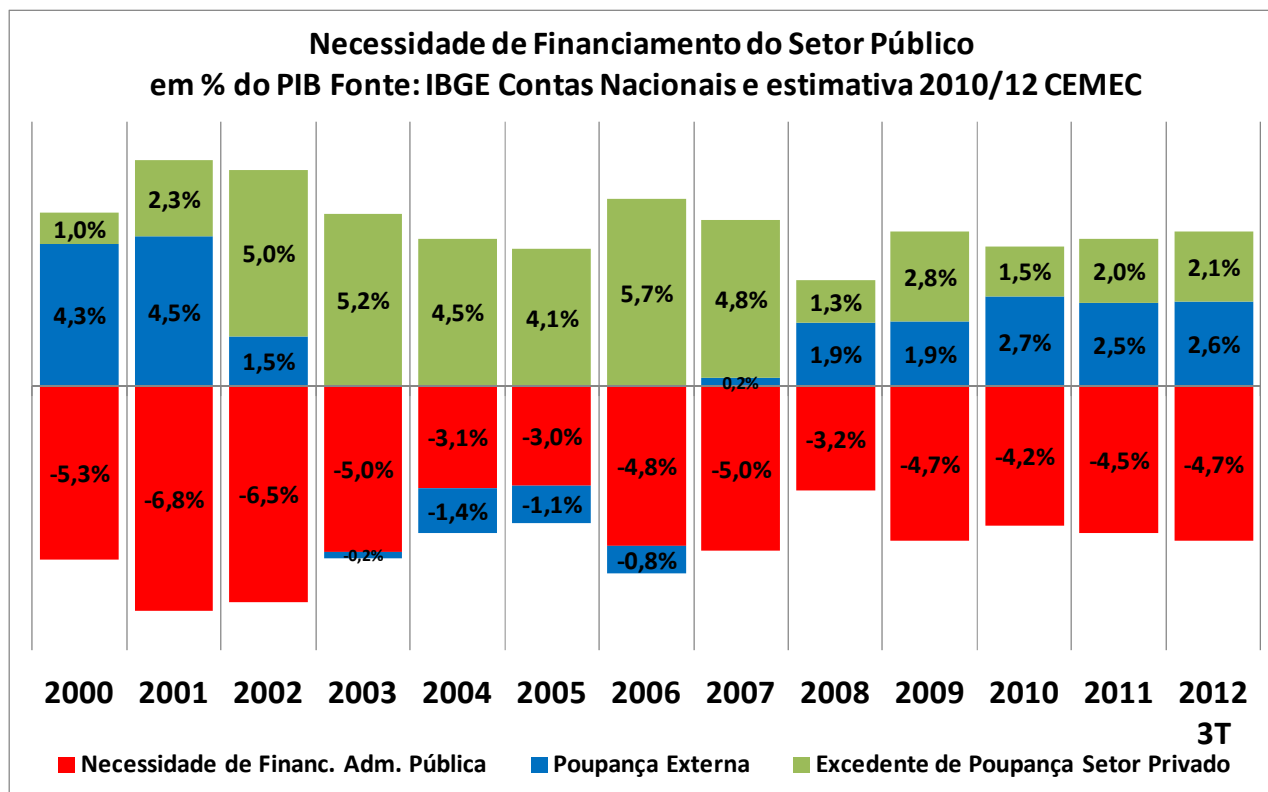
**GRÁFICO 05**



Os excedentes de poupança do setor privado (2,1% do PIB no acumulado móvel de quatro trimestres terminado no 3º. Trimestre de 2012) e a poupança externa (2,6% do PIB no acumulado móvel de quatro trimestres terminado no 3º. Trimestre de 2012) financiam o déficit do setor público (4,7% do PIB de necessidade de financiamento o que corresponde a poupança negativa mais o investimento das adm. públicas), como mostra o gráfico 06 a seguir.



**GRÁFICO 06**



Com dados das contas intermediárias gentilmente cedidas pelo IBGE podemos ver que essa necessidade de financiamento<sup>5</sup> do setor público, 4,7% do PIB, é inteiramente da União, uma vez que os Estados e Municípios têm excedente positivo de poupança, como mostra a tabela 02 a seguir.

**TABELA 02**

**Necessidades de Financiamento das Administrações Públicas – em % do PIB**

Anos	Nec. de Financiamento E&M	Nec. de Financiamento União	Nec. de Financiamento Setor Público
2005	1,2%	-4,2%	-3,0%
2006	1,5%	-6,4%	-4,8%
2007	1,2%	-6,2%	-5,0%
2008	0,7%	-4,0%	-3,2%
2009	0,9%	-5,6%	-4,7%

**Fonte: Contas Intermediárias das Contas Nacionais IBGE – dados disponíveis até 2009.**

<sup>5</sup> Aos dados das contas intermediárias do IBGE foi imputada a diferença de juros entre esses e as contas econômicas integradas na proporção dos juros nominais do BACEN de Estados e Municípios e Governo Federal.

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

Concluindo, parece haver na economia brasileira um clássico exemplo de *crowding out* onde o setor público faz um esforço enorme para aumentar os investimentos (PAC, desembolsos do BNDES, diminuição da taxa de juros, desoneração fiscal, etc.), mas não cuida da sua poupança para realizar seus investimentos: temos ao mesmo tempo um aumento dos investimentos da União e um aumento das necessidades de financiamento do Governo Federal, que já tem poupança negativa, ou seja, o Governo Federal desloca poupança do setor privado para financiar seu déficit corrente e seus investimentos.

### **3. Padrão de financiamento dos investimentos privados: empresas e famílias no período de 2000 a 2012 (acum. anual até 3º trimestre)**

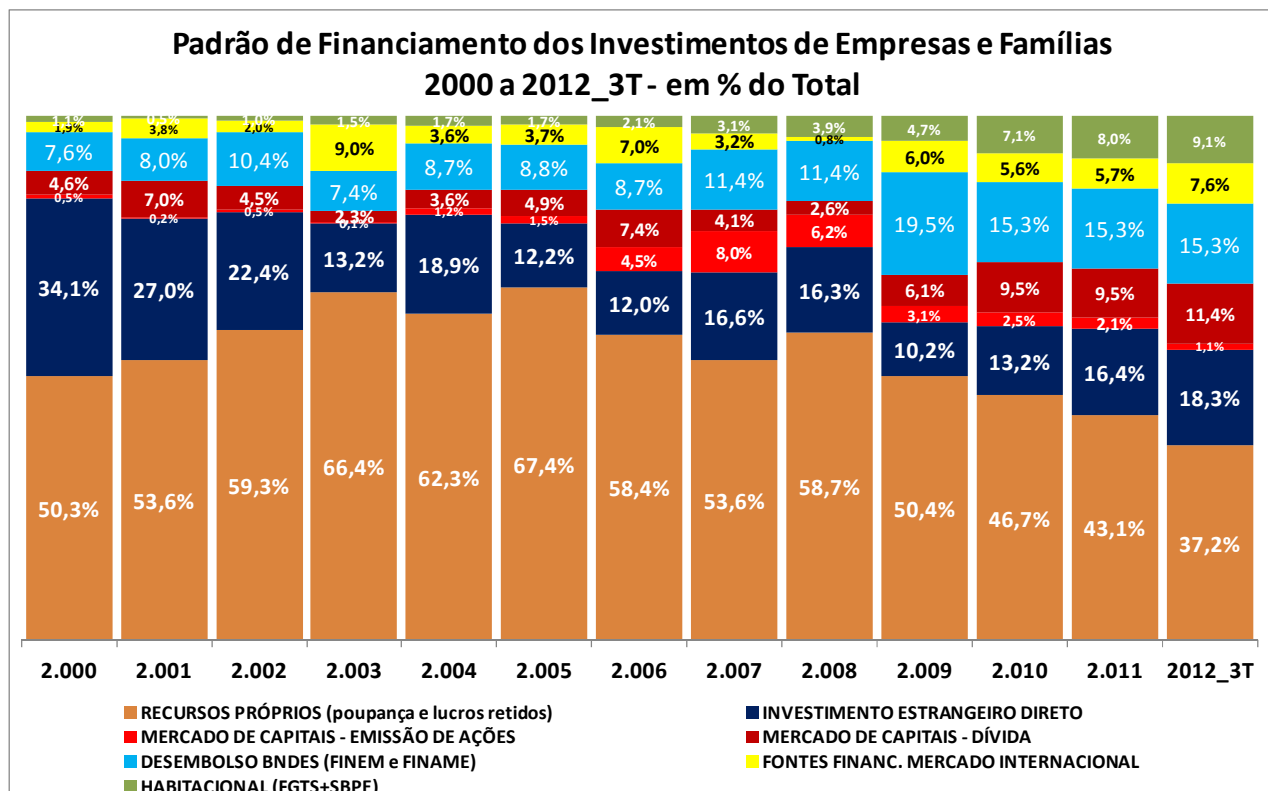
Com o objetivo de construir uma medida de participação das fontes tradicionais de financiamento de médio e longo prazo no investimento das empresas e famílias buscou-se inicialmente gerar estimativas do padrão de financiamento observado no período de 2000 ao terceiro trimestre de 2012 (acumulado de 4 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 e cuja destinação supõe-se ser prioritariamente destinada ao financiamento de investimentos, na forma de formação bruta de capital fixo:

- a) Investimento Estrangeiro Direto (recurso próprio das empresas estrangeiras);
- 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.

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 07**



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 03, 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 3º trimestre de 2012, e com somas móveis de quatro trimestres.

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

**TABELA 03**

**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)	0,806
Habitacional (FGTS+SBPE)	0,777
<b>MERCADO DE CAPITAIS</b>	<b>0,770</b>
Emissão primária de ações de empresas não financeiras	0,543
Emissão debêntures (não leasing/financeiras)	0,432
Emissão CRI	0,754
<b>TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS DOMÉSTICOS</b>	<b>0,854</b>
Captações Mercado Internacional (bonds e notes)	0,024
Investimentos Estrangeiros Diretos	-0,044
<b>TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS EXTERNOS</b>	<b>-0,039</b>
<b>TOTAL DAS FONTES UTILIZADAS</b>	<b>0,772</b>

Verifica-se, na tabela 03, que as correlações das fontes domésticas com o investimento de empresas e famílias, 0,854, 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>6</sup>.

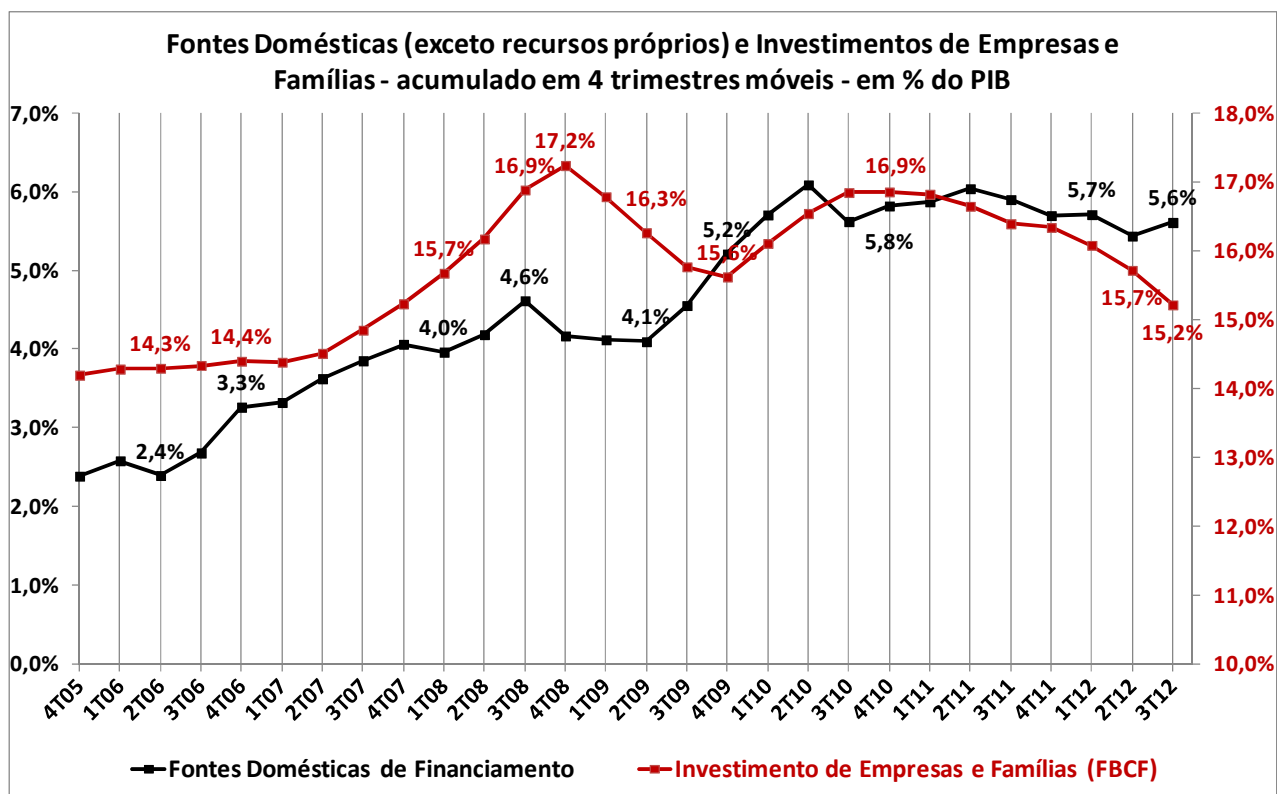
---

<sup>6</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.

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

O gráfico 08, 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 08**

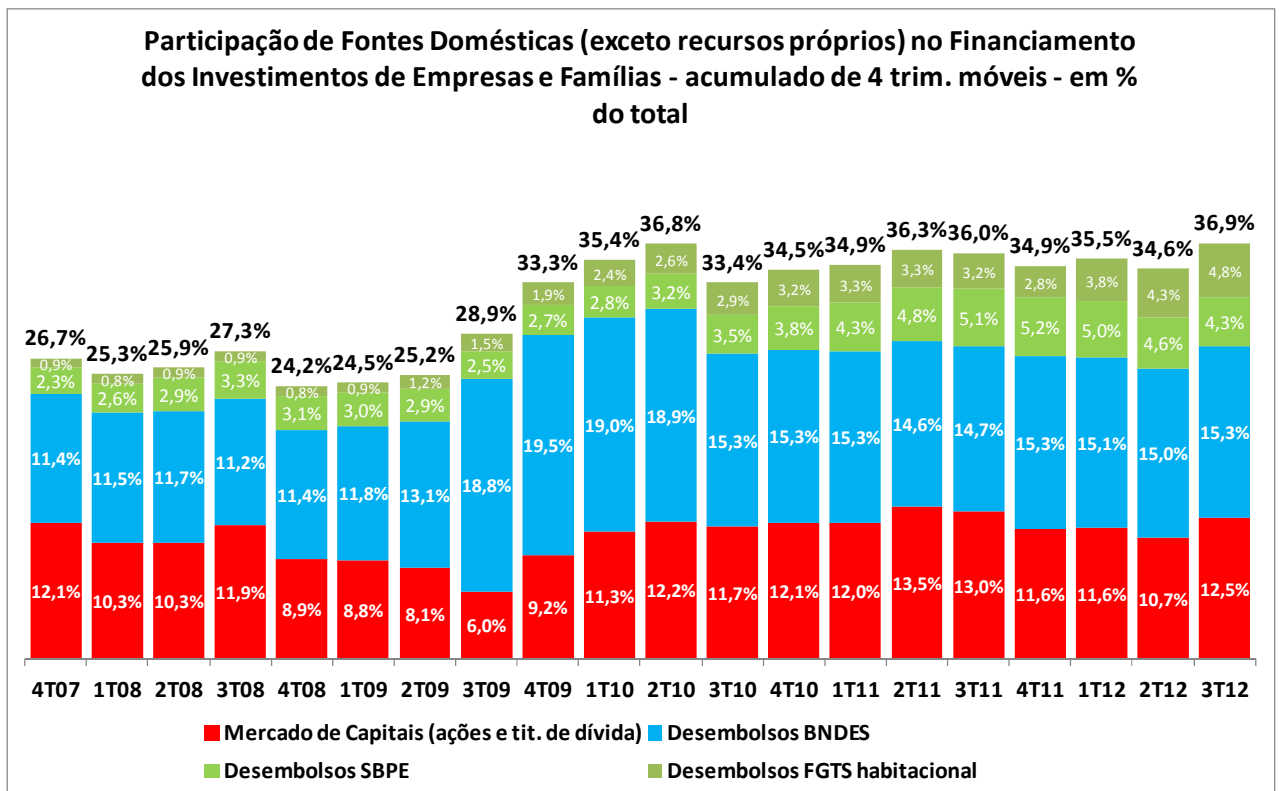


Verifica-se que no período recente, do quarto trimestre de 2009 ao terceiro trimestre de 2012, há uma correlação entre o comportamento das fontes domésticas e o investimento das empresas e famílias; apesar de que houve um crescimento das fontes domésticas no terceiro trimestre de 2012 e uma queda nos investimentos.

O gráfico 9, 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**

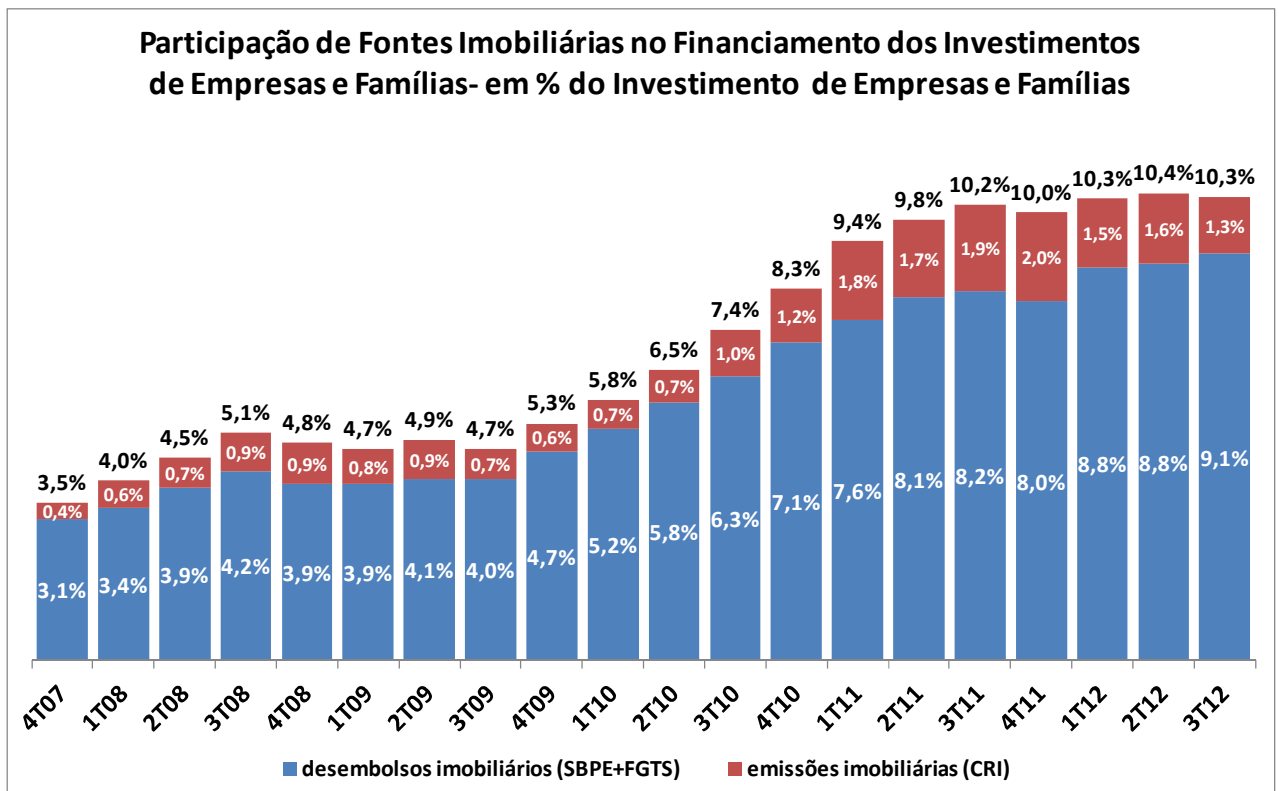
**GRÁFICO 9**



No terceiro trimestre de 2012, temos uma queda na participação dos financiamentos imobiliários via desembolsos do sistema brasileiro de poupança e aumento da participação das emissões do mercado de capitais, desembolsos do FGTS e BNDES.

O gráfico 10, 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 10**



Verifica-se que as fontes do setor imobiliário estão estabilizadas em cerca de 10,3% do PIB no acumulado móvel anual dos últimos 5 trimestre. Observa-se uma queda nas emissões de certificados de recebíveis imobiliários e aumento dos desembolsos da caderneta de poupança<sup>7</sup> e do FGTS.

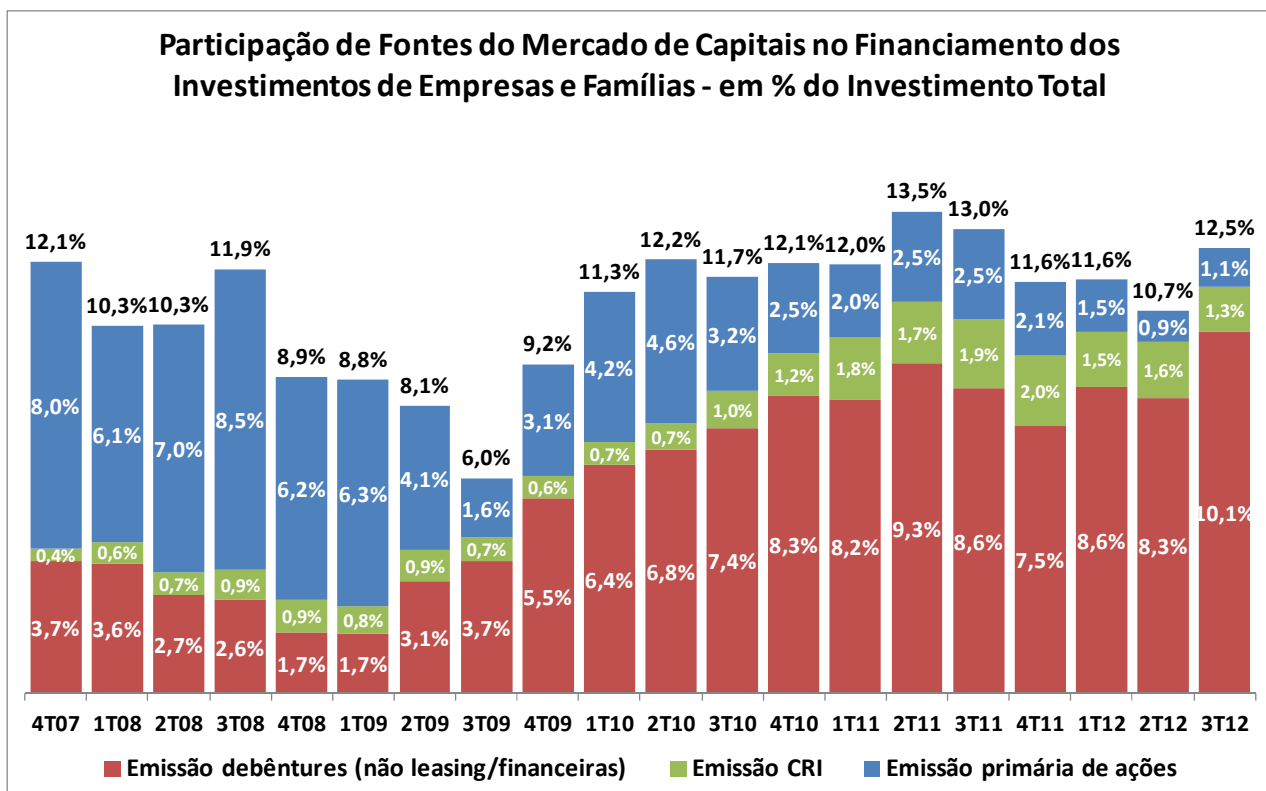
O gráfico 11, a seguir, apresenta a participação das fontes de financiamento do mercado de capitais nos investimentos de empresas e famílias, no acumulado móvel de quatro trimestres. Nas fontes originadas no mercado de capitais (emissões primária de ações, debêntures não financeiras e certificados de recebíveis imobiliários) destaca-se a queda das emissões de certificados de recebíveis imobiliários, já analisado nas fontes imobiliárias, e o aumento das emissões primárias de ações<sup>8</sup> e de debêntures de empresas não financeiras nos últimos dois trimestres.

<sup>7</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>8</sup> Note-se que para evitar distorções, em 2010, não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás.



**GRÁFICO 11**

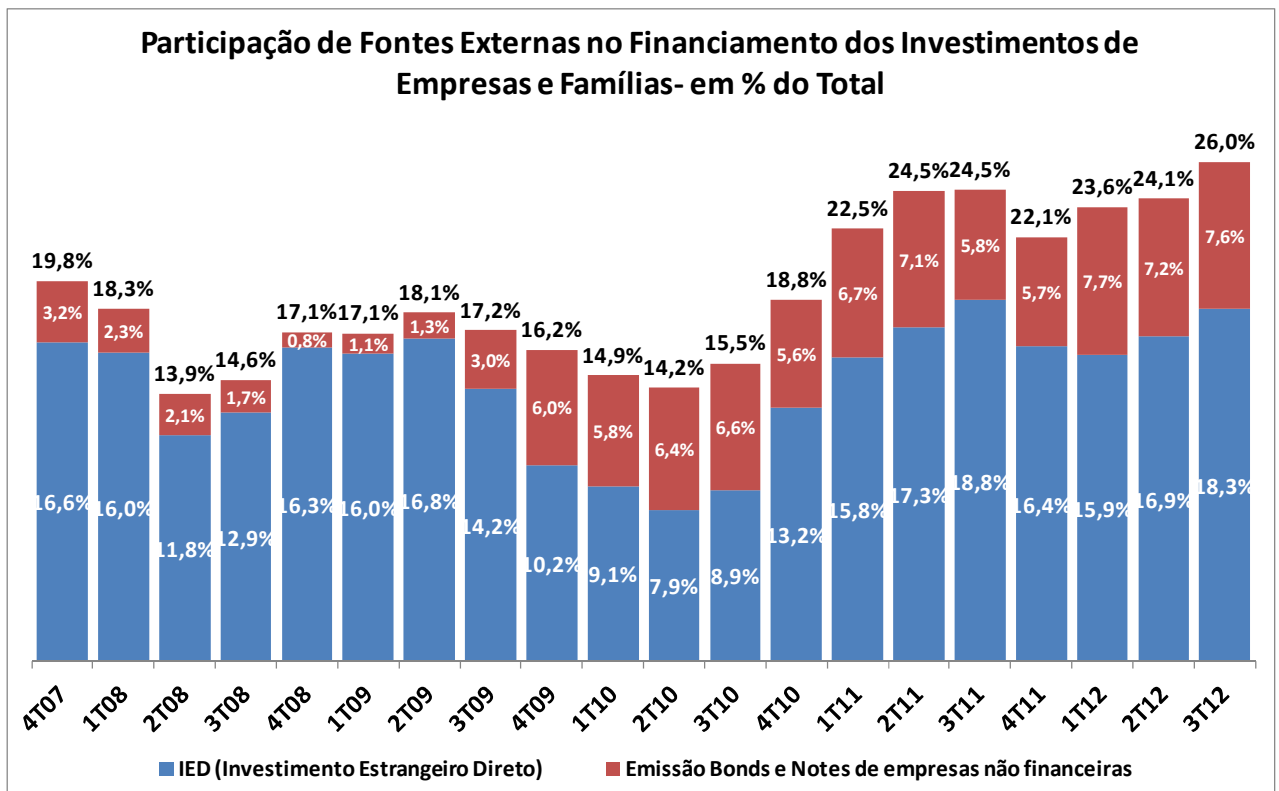


Observação: Não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás em 2010.

Constata-se no gráfico 11 que as emissões de debêntures de empresas não financeiras, no terceiro trimestre de 2012, quase triplicaram em relação ao quarto trimestre de 2007, 3,7% para 10,1%, enquanto a emissão primária de ações caiu sua participação no mesmo período de comparação a quase um oitavo, de 8,1% para 1,1%. 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, 0,754.

Apesar de haver uma correlação linear temporal muito baixa entre as fontes externas e os investimentos de empresas e famílias, o gráfico 12, 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 12**



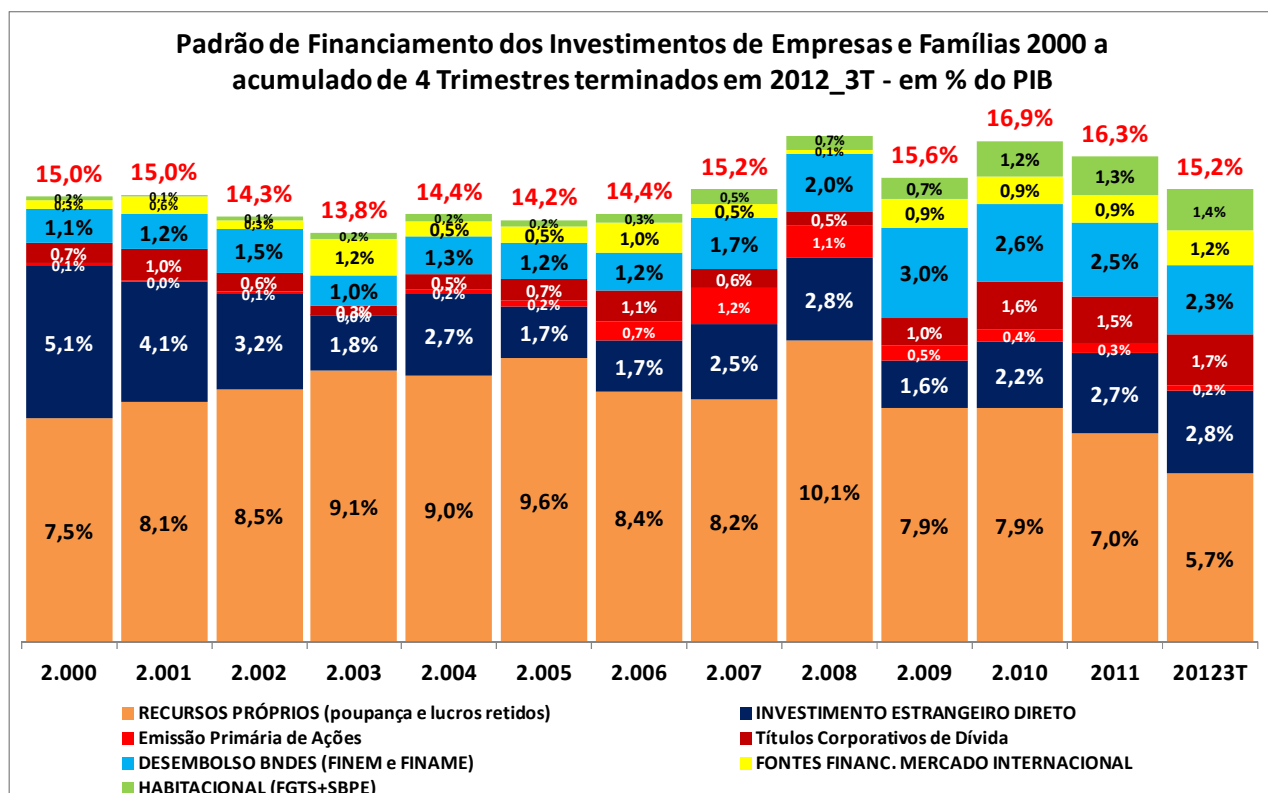
Constata-se que a participação dos financiamentos de *bonds* e *notes* de empresas não financeiras mais que dobrou entre o quarto trimestre de 2007 e o terceiro trimestre de 2012; no mesmo período o investimento estrangeiro direto aumenta sua participação de 16,6% no quarto trimestre de 2007 para 18,3% no terceiro trimestre de 2012. Nos últimos trimestres, verificou-se um elevado crescimento na participação das fontes externas, de 14,2% no segundo trimestre de 2010 para 26,0% no terceiro trimestre de 2012; 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.

## 5. Algumas Observações Finais

Na primeira parte deste trabalho, visão macroeconômica da poupança e do investimento, constatou-se que a União desloca poupança do setor privado para financiar seu déficit corrente e seus investimentos com necessidade de financiamento anual da ordem de 5% do PIB. Talvez como consequência desse fato, os investimentos são muito baixos: no acumulado móvel anual encerrado no 3º trimestre de 2012 os investimentos (FBCF + estoques) da economia brasileira atingiram 18,2% do PIB e a poupança nacional atingiu 15,6% do PIB complementado pela poupança externa em 2,6% do PIB. Esses níveis de investimento e poupança são inferiores aos níveis pré-crise e provavelmente 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, no terceiro trimestre de 2012, um crescimento do financiamento via captações externas, mercado de capitais, desembolsos habitacionais do SBPE e FGTS e investimento estrangeiro direto, com pequena queda das demais fontes, como mostra o gráfico 13 a seguir.

**GRÁFICO 13**



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

A análise das correlações entre essas fontes tradicionais e os investimentos privados mostra os instrumentos do mercado de capitais com correlação similar à verificada com o BNDES e o 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 3º trimestre de 2012**

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 a 2012 (acumulado móvel anual encerrado no 3º trimestre). 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:

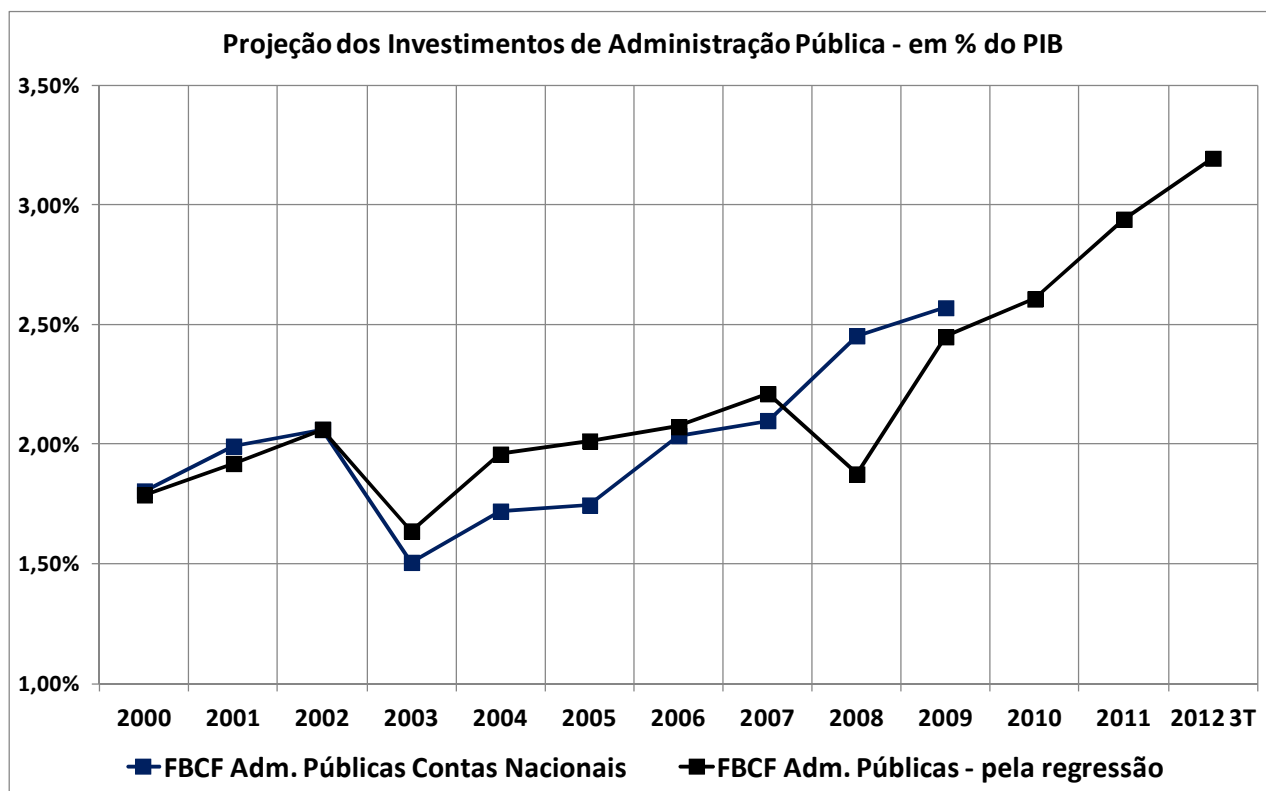
Anos	Despesas STN - custeio e investimento	Despesas STN - custeio e investimento - % PIB	FBCF Adm. Pub. - Contas Nacionais IBGE - % do PIB
2000	39.501	3,35%	1,81%
2001	47.368	3,64%	1,99%
2002	58.376	3,95%	2,06%
2003	51.317	3,02%	1,51%
2004	72.266	3,72%	1,72%
2005	82.539	3,84%	1,75%
2006	94.160	3,97%	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%	2,71%	17,53%	-1,63%	19,16%	19,46%	2,61%	16,85%	0,78%	17,63%
2011	19,73%	2,51%	17,22%	-1,52%	18,74%	19,28%	2,94%	16,34%	0,45%	16,79%
2012 3º trim.	18,16%	2,57%	15,60%	-1,49%	17,08%	18,50%	3,20%	15,30%	-0,33%	14,97%
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%
2010_2011	19,98%	2,61%	17,38%	-1,58%	18,95%	19,37%	2,77%	16,60%	0,61%	17,21%

	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 2011 Contas Nacionais IBGE.

**Poupança Bruta Doméstica Total** - de 1970 a 1994 pela diferença entre investimento e poupança externa, de 1995 a 2012 1º Trim. 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 2009 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas.

Anos de 2010 a 2012 1º Trim. projetados pela regressão entre (FBCF das adm. Públicas - Necessidades de Financiamento do Governo Central e Estados e Municípios no conceito nominal) e poupança das Adm. Públicas das Contas Nacionais no período 2000 a 2009.

**Poupança Privada** - De 1970 a 1990 e 2010 a 2012 1º Trim. pela diferença entre poupança doméstica total e poupança das adm. Públicas. De 2000 a 2009 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas.

**Formação Bruta de Capital Fixo das Adm. Públicas** - De 1970 a 2009 calculado pelo IBGE. De 2010 a 2012 1º Trim. projetado pelo CEMEC, ver anexo 1.

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

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

**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.