

Centro de Estudos do IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL

Outubro
2013



IBMEC

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

SUMÁRIO

1. Introdução.....	3
2. Visão macroeconômica: investimento e poupança na economia brasileira	3
3. Padrão de financiamento dos investimentos privados: empresas e famílias no período de 2000 a 2013 (acumulado anual até 1º trimestre)	8
4. Comportamento Recente das Fontes Domésticas e Externas de Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias	11
5. Algumas Observações Finais.....	16
ANEXO 1 - Projeção da Formação Bruta de Capital Fixo das Administrações Públicas – 2010 a 1º trimestre de 2013.....	21
Utilizando as estimativas do Ministério da Fazenda:	22
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 Albanez

Analistas: Elaine Alves Pinheiro e Fernando M. Fumagalli

Dúvidas e Comentários:

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 Setembro/2013.

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

1. Introdução

Este trabalho tem como objetivo examinar o papel das várias fontes de recursos no 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 2013 2º 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 ¹ e do TDI CEMEC 08 - FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL - ANÁLISE PRELIMINAR PARA RELATÓRIO TRIMESTRAL.

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

Taxa de investimento se reduz de quase 20% na média de 2010/2011 para 17,8% em 2012/2013

O gráfico 01, a seguir, apresenta as taxas de investimentos (FBCF + variação de estoques) em percentagem do PIB no período de 2000 a junho de 2013 (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 junho de 2013,

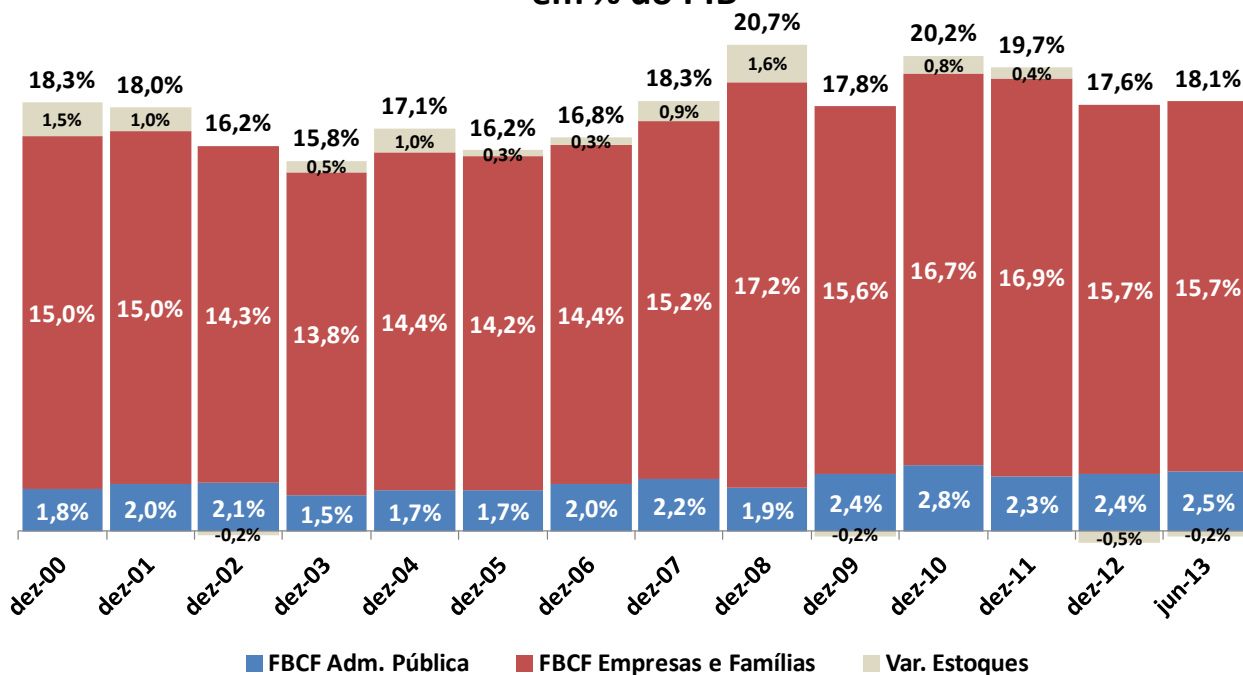
¹ Veja-se o TDI CEMEC 05 – FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS no endereço: http://www.cemec.ibmec.org.br/download/tdi_cemec05_financiamento-investimentos-brasil-papel-mercado-capitais.pdf e TDI CEMEC 08 - FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL - ANÁLISE PRELIMINAR 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>

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

de 15,7%, contra 16,9% no ano de 2011, seja pelo investimento do setor público, no conceito administração pública², que apesar de ter crescido nos últimos anos tem valor baixo e estabilizado em torno de 2,5%.

GRÁFICO 01

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

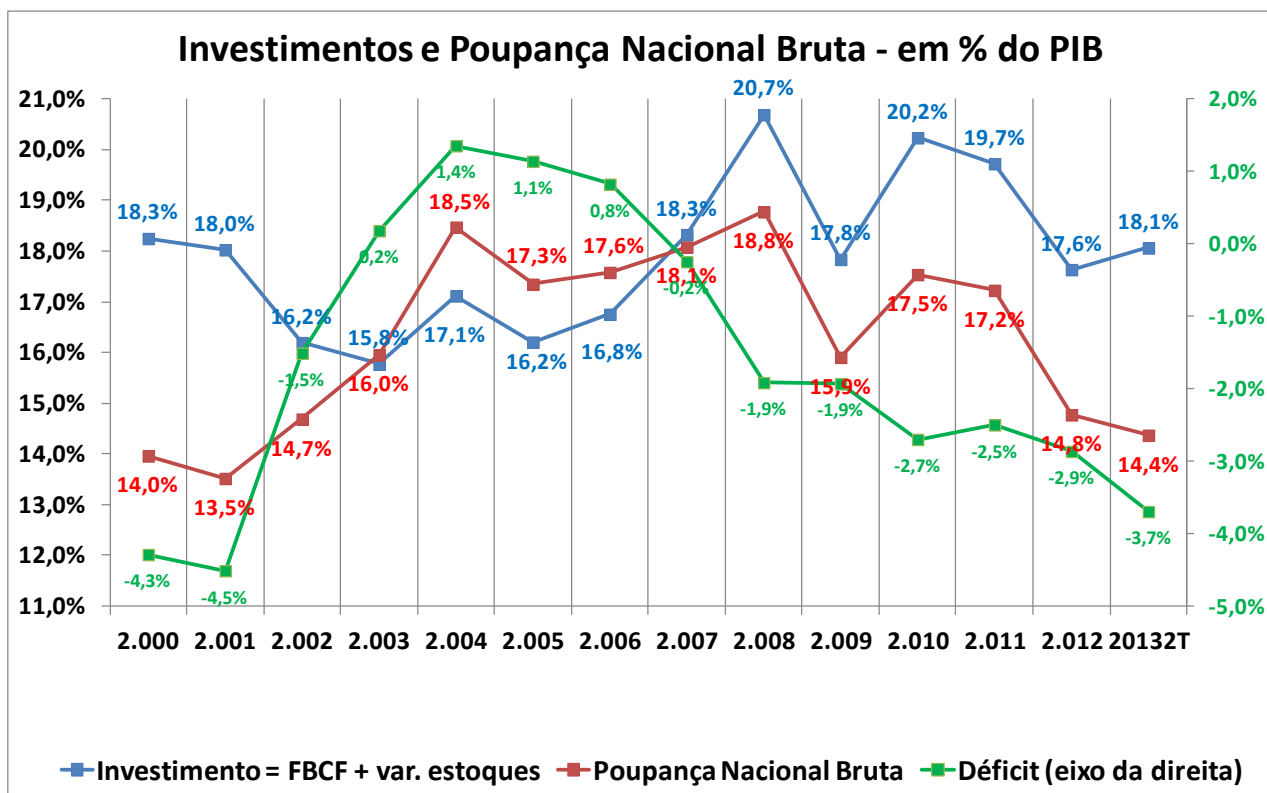


Entre 2011 e 2013 queda da taxa doméstica de poupança é o principal fator de elevação do déficit em contas correntes (poupança externa)

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.

² A partir de 2010 Os investimentos do setor público foram projetados pelo CEMEC, a partir das estimativas do Ministério da Fazenda como apresentado no anexo 1 ao final deste relatório.

GRÁFICO 02



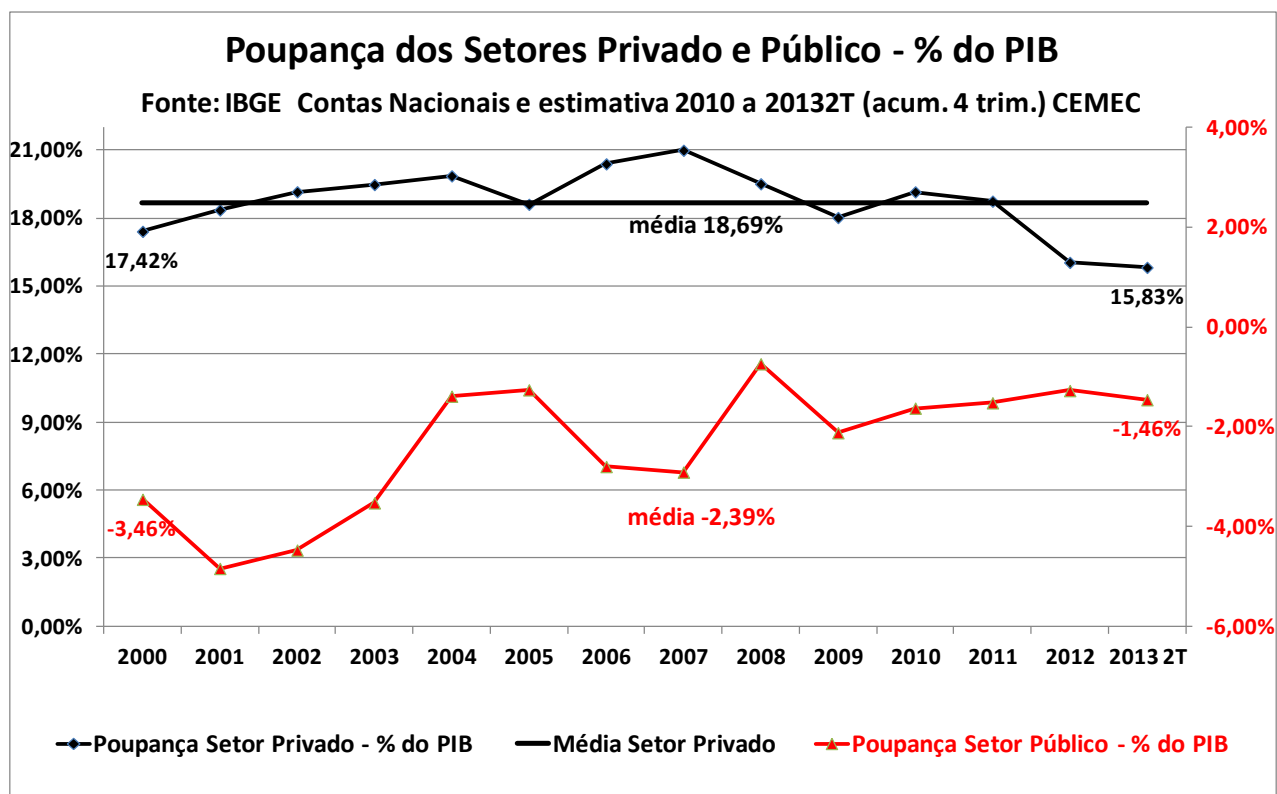
No gráfico 02 verifica-se uma pequena elevação da taxa de investimentos em relação a 2012 (de 17,6% para 18,1%), mantendo-se entretanto em nível inferior à média dos últimos anos. Fica evidenciado que o forte aumento do déficit em contas correntes, de 2,5% do PIB em 2011 para 3,7% em 2013T2, não resulta desse pequeno aumento da taxa de investimentos, mas de uma queda substancial da taxa doméstica de poupança.. A taxa de poupança, que chegou a atingir 18,8% do PIB em 2008, reduziu-se para apenas 14,4% no ultimo período analisado, atingindo seu menor valor dos últimos 10 anos, com queda de 2,8p.p.do PIB . em relação a 2011 (17,2%).

Redução da taxa domestica de poupança reflete queda da poupança do setor privado

É possível verificar que essa queda da poupança doméstica resulta de forte redução da taxa de poupança do setor privado. No gráfico 03 são apresentadas estimativas³ das taxas médias de poupança dos setores público e privado em percentagem do PIB no período de 2.000 ao segundo trimestre de 2013 (acumulado de 4 trimestres).

³ Os dados de poupança nacional bruta de 2000 a 2009 são das Contas Nacionais do IBGE, 2010 a 2013 1T 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.

GRÁFICO 03

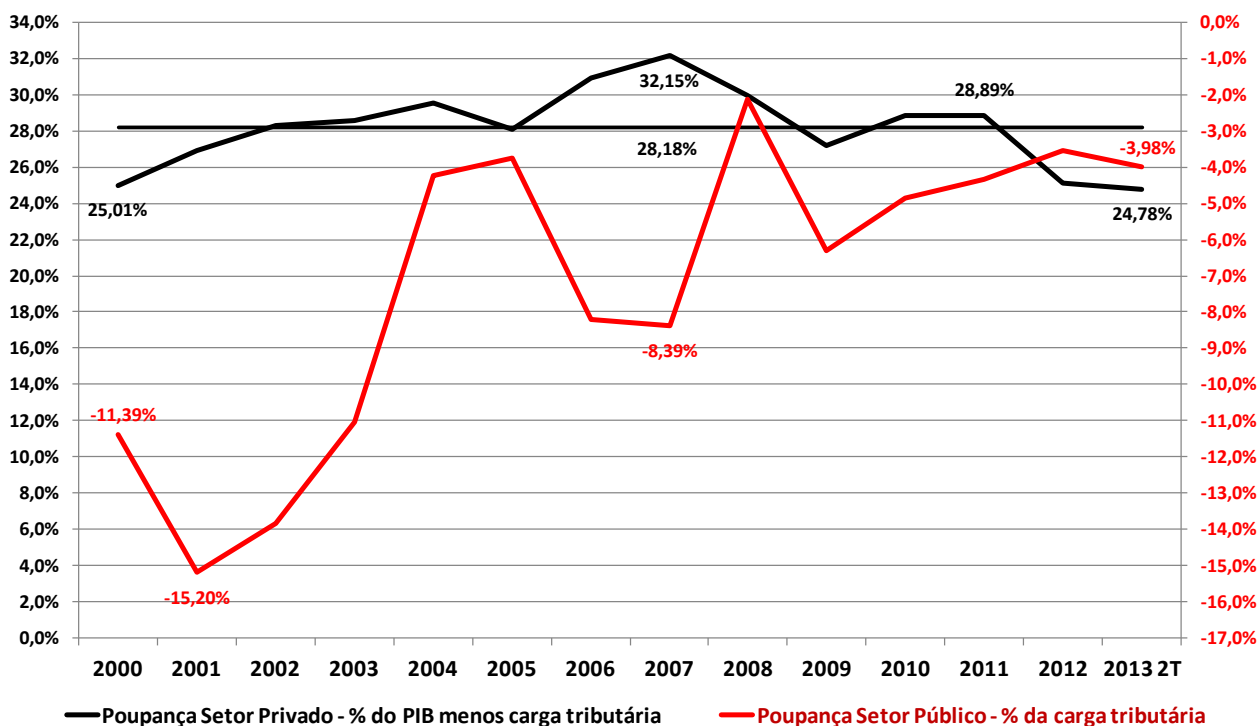


A taxa de poupança do setor privado, que em 2011 reproduziu praticamente a média observada entre 2000 a 2011 (cerca de 18,7% do PIB) cai cerca de 3p.p, para apenas 15,8% em no ano que termina em junho de 2013. Trata-se do menor valor observado desde o início da série em 2000. A variação da taxa de poupança do setor publico, embora ainda apresente valores negativos, tem impacto insignificante nos últimos dois anos.

Em estudos anteriores, o Centro de Estudos do IBMEC tem examinado também a evolução da taxa de poupança do setor privado em relação ao PIB líquido da carga tributária. Nesse critério, a taxa de poupança do setor publico é calculada em relação ao valor da carga tributária. No Gráfico 04. Pode-se observar a evolução das taxas de poupança calculadas dessa forma

GRÁFICO 04

Poupança dos Setores Privado e Público - % da renda disponível de cada setor



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

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

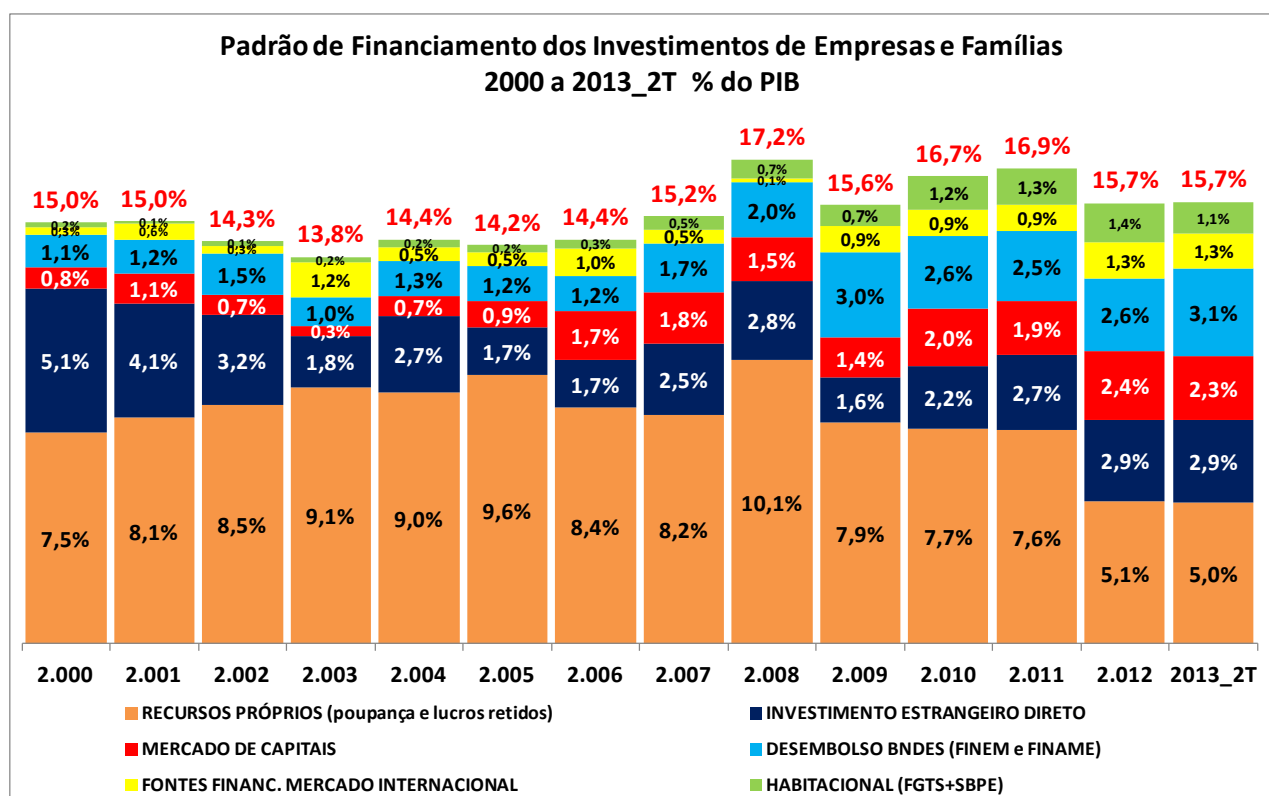
Enquanto a taxa de poupança do setor público, embora negativa, se mantém constante entre 2011 e 2013 (cerca de -4%), verifica-se forte redução da taxa de poupança do setor privado a partir de 2012. De 28,9% em 2011, a taxa de poupança do setor privado nesse critério cai 4,1 p.p. para apenas 24,8% nos últimos quatro trimestres, valor que é o menor desde o início da série em 2000.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

3. Contas nacionais: Redução da taxa de poupança das empresas muda padrão de financiamento dos investimentos: reduz participação de recursos próprios e aumenta participação de dívida

O Gráficos 05 e 06 apresentam estimativas do padrão de financiamento dos investimentos do setor privado, em termos de % do PIB e na forma de sua composição percentual, com a utilização da metodologia desenvolvida pelo Centro de Estudos do IBMEC⁴.

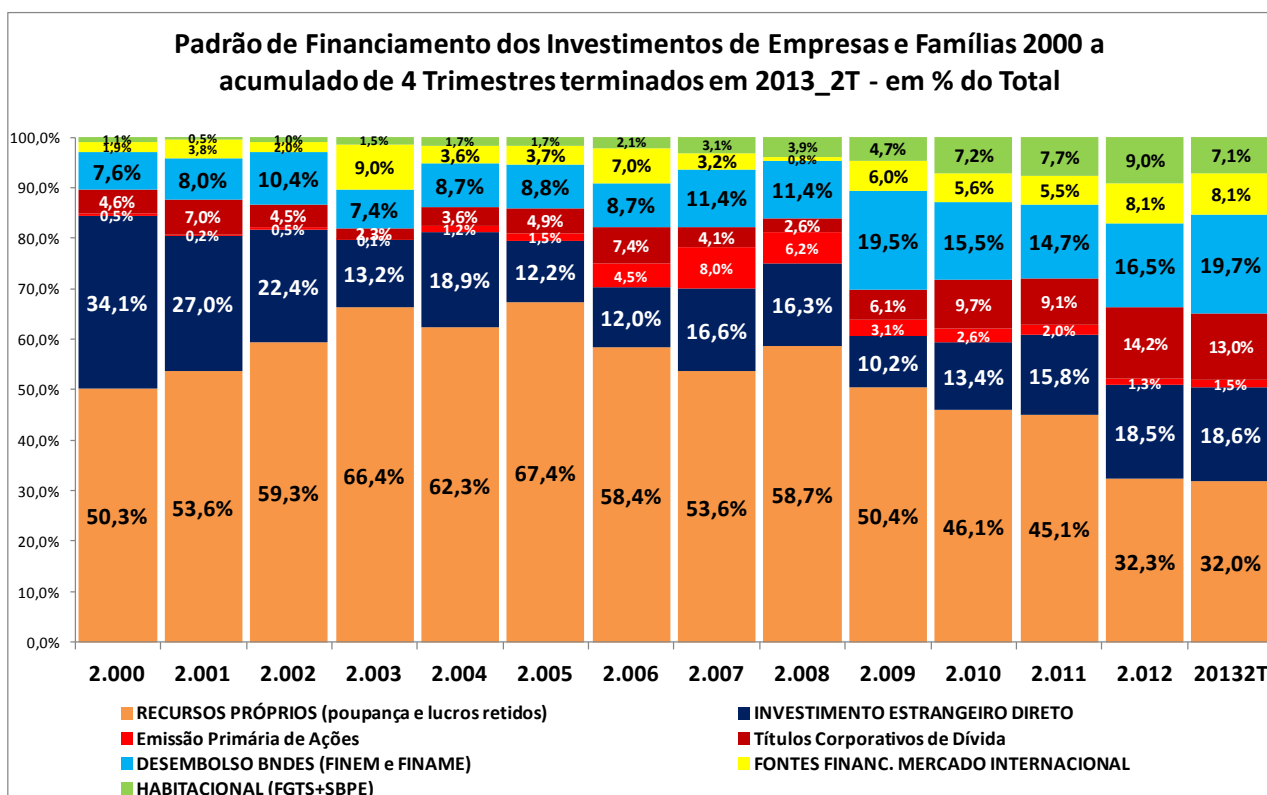
GRAFICO 05



⁴ Detalhes no Anexo 01

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

GRÁFICO 06



AS principais observações são as seguintes:

1. Esse dados refletem principalmente a composição do financiamento das empresas; o financiamento do investimento das famílias é restrito aos recurso destinados à aquisição de imóveis residenciais novos; ;
2. Forte redução de recursos próprios parcialmente compensada por aumento de investdtimeetos diretos estrasnfgeiros; aumento de leverage
3. **Consolidação de balanços de cias abertas e maiores fechadas confirma: redução de poupança das empresas na forma de lucros retidos é mais intensa que redução de investimentos; aumenta participação de divida**

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO 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 2º trimestre de 2013, e com somas móveis de quatro trimestres.

TABELA 03
Correlação Linear entre Fontes de Financiamento e Investimento de Empresas e Famílias – em % do PIB

FONTES DE FINANCIAMENTO	Correlação
Desembolso BNDES (FINEM e FINAME)	0,789
Habitacional (FGTS+SBPE)	0,824
MERCADO DE CAPITAIS	0,756
Emissão primária de ações de empresas não financeiras	0,467
Emissão debêntures (não leasing/financeiras)	0,464
Emissão CRI	0,812
TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS DOMÉSTICOS	0,844
Captações Mercado Internacional (bonds e notes)	0,119
Investimentos Estrangeiros Diretos	(0,015)
TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS EXTERNOS	0,035
TOTAL DAS FONTES UTILIZADAS	0,776

Verifica-se, na tabela 03, que as correlações das fontes domésticas com o investimento de empresas e famílias, 0,844, 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

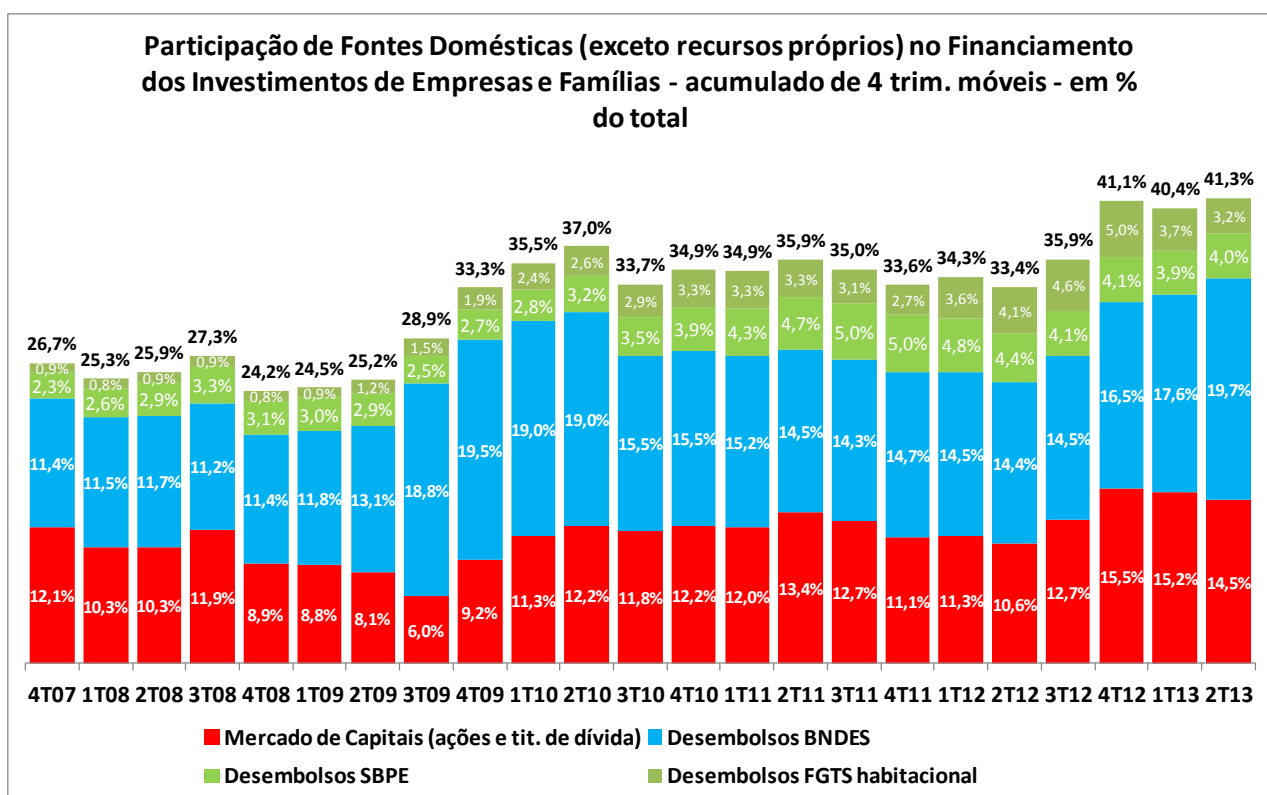
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

pode conter alguma defasagem temporal, para frente ou para trás; o que parece ser o caso das fontes externas⁵.

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

O gráfico 8, 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.

GRÁFICO 8



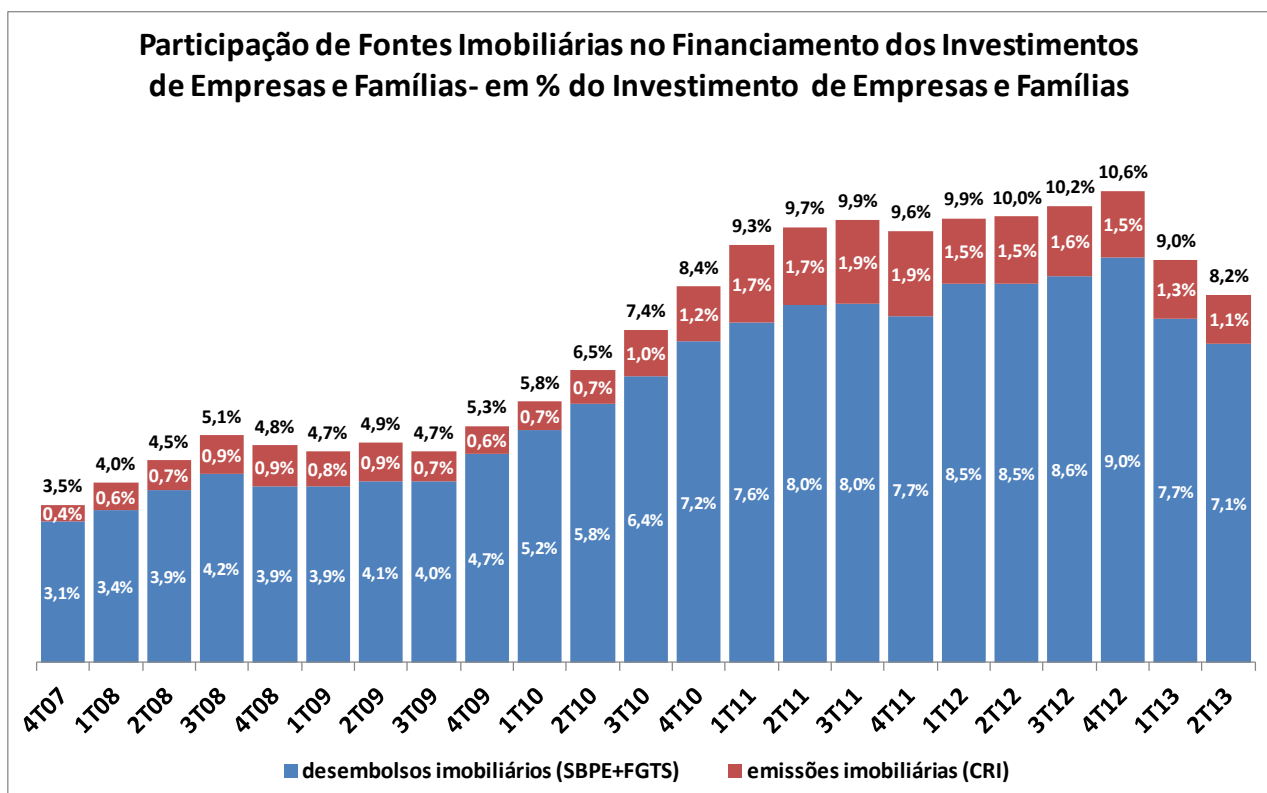
⁵ Apesar da ausência de correlações positivas, não há dúvidas sobre a contribuição dos investimentos estrangeiros diretos e empréstimos externos de médio e longo prazo ao investimento das empresas e complementação da poupança doméstica.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

No segundo trimestre de 2013, temos uma queda na participação dos financiamentos imobiliários via desembolsos do FGTS e da participação das emissões do mercado de capitais e aumento da participação dos desembolsos do BNDES e SBPE.

O Gráfico 9, 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 9



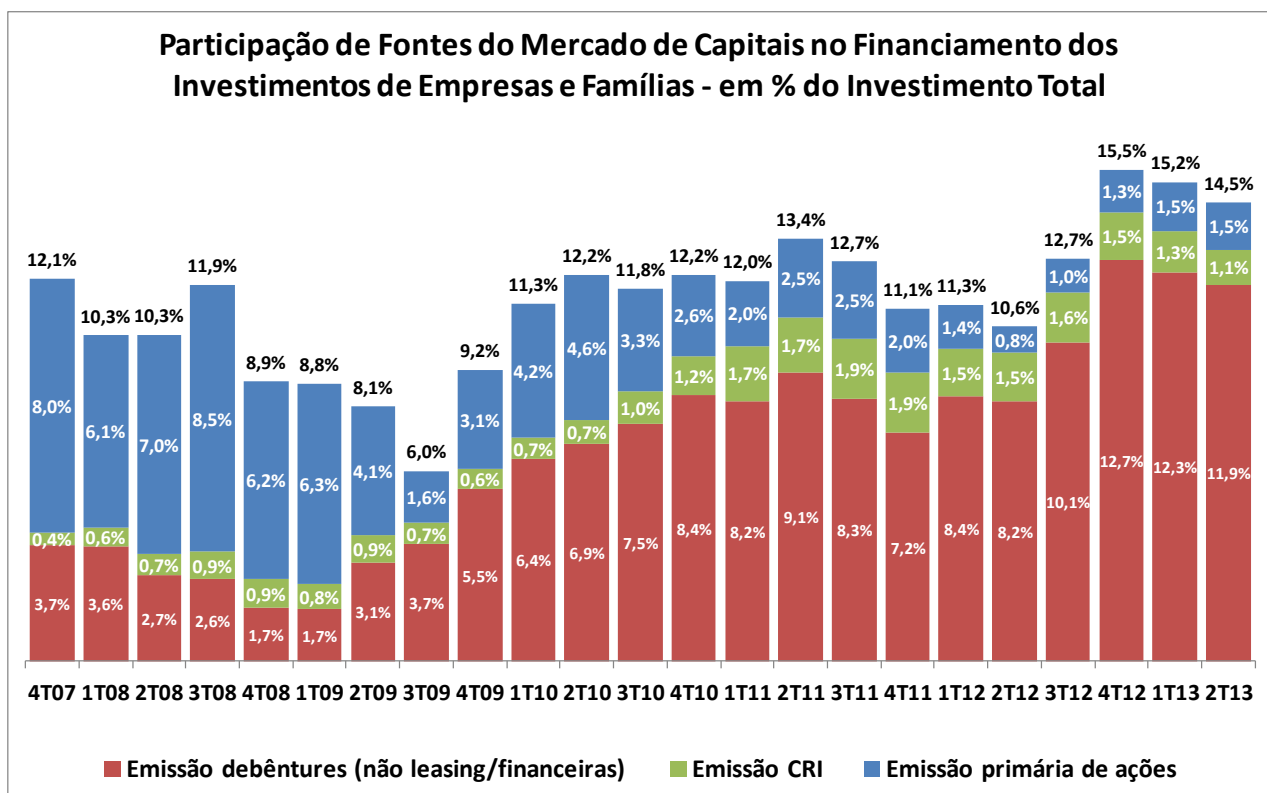
Verifica-se que as fontes do setor imobiliário que estavam estabilizadas em cerca de 10,0% do PIB no acumulado móvel anual dos últimos trimestres teve uma queda nos dois trimestres de 2013. Observa-se uma queda tanto nas emissões de certificados de recebíveis imobiliários quanto nos desembolsos da caderneta de poupança⁶ e do FGTS.

⁶ 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.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

O Gráfico 10, 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, o aumento das emissões primárias de ações⁷ e a queda de debêntures de empresas não financeiras no último trimestre.

GRÁFICO 10



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

Constata-se no Gráfico 10 que as emissões de debêntures de empresas não financeiras, no segundo trimestre de 2013, quase quadruplicaram em relação ao quarto trimestre de 2007, 3,7% para 11,9%, enquanto a emissão primária de ações caiu sua participação no mesmo período de comparação a quase um oitavo, de 8,0% para 1,1%. Vale lembrar que dentre as fontes de financiamento do mercado de capitais elencadas, a emissão

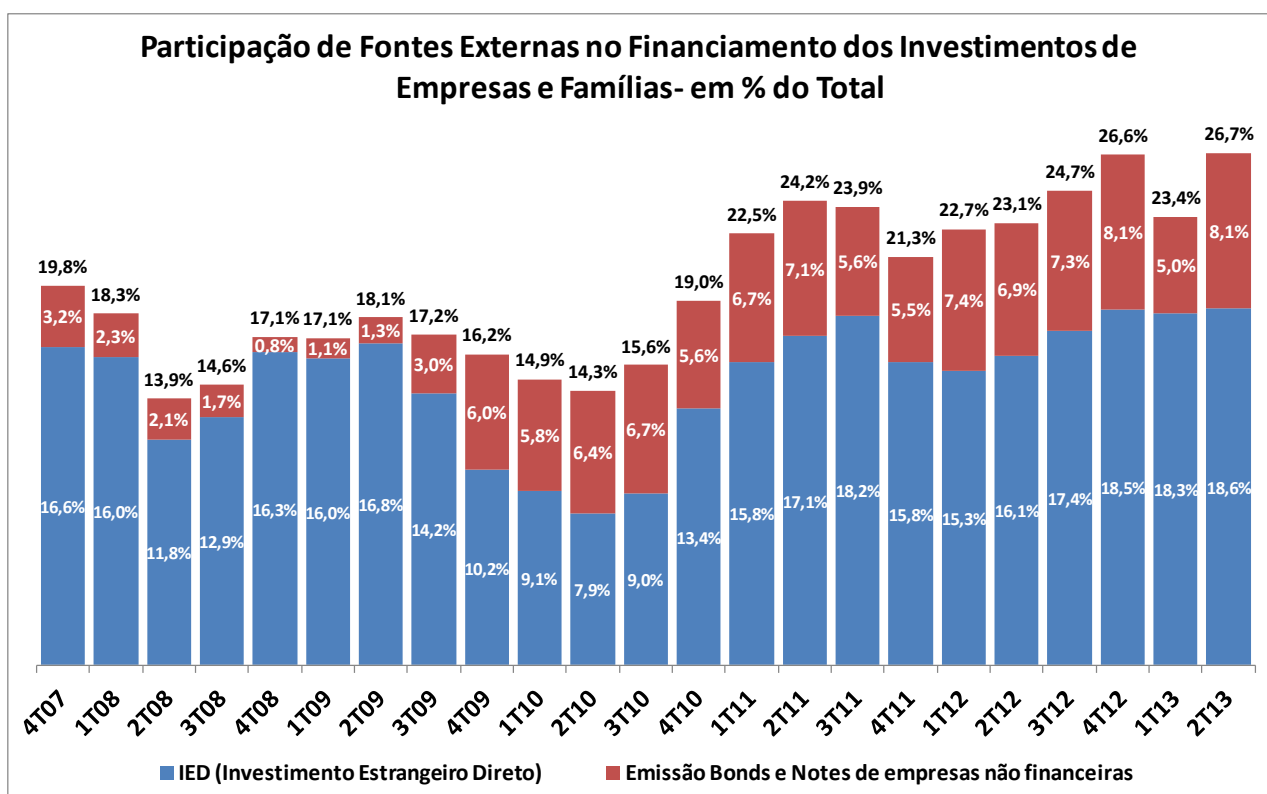
⁷ Note-se que para evitar distorções, em 2010, não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

primária de certificados de recebíveis imobiliários tem a maior correlação linear com o investimento das empresas e famílias, 0,812.

Apesar de haver uma correlação linear temporal muito baixa entre as fontes externas e os investimentos de empresas e famílias, o Gráfico 11, 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 11



Constata-se que a participação dos financiamentos de *bonds* e *notes* de empresas não financeiras quase triplicou entre o quarto trimestre de 2007 e o segundo trimestre de 2013; no mesmo período o investimento estrangeiro direto aumenta sua participação de 16,6% no quarto trimestre de 2007 para 18,6% no segundo trimestre de 2013. Nos últimos trimestres de 2012, verificou-se um elevado crescimento na participação das fontes externas, de 14,3% no segundo trimestre de 2010 para 26,7% no segundo

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

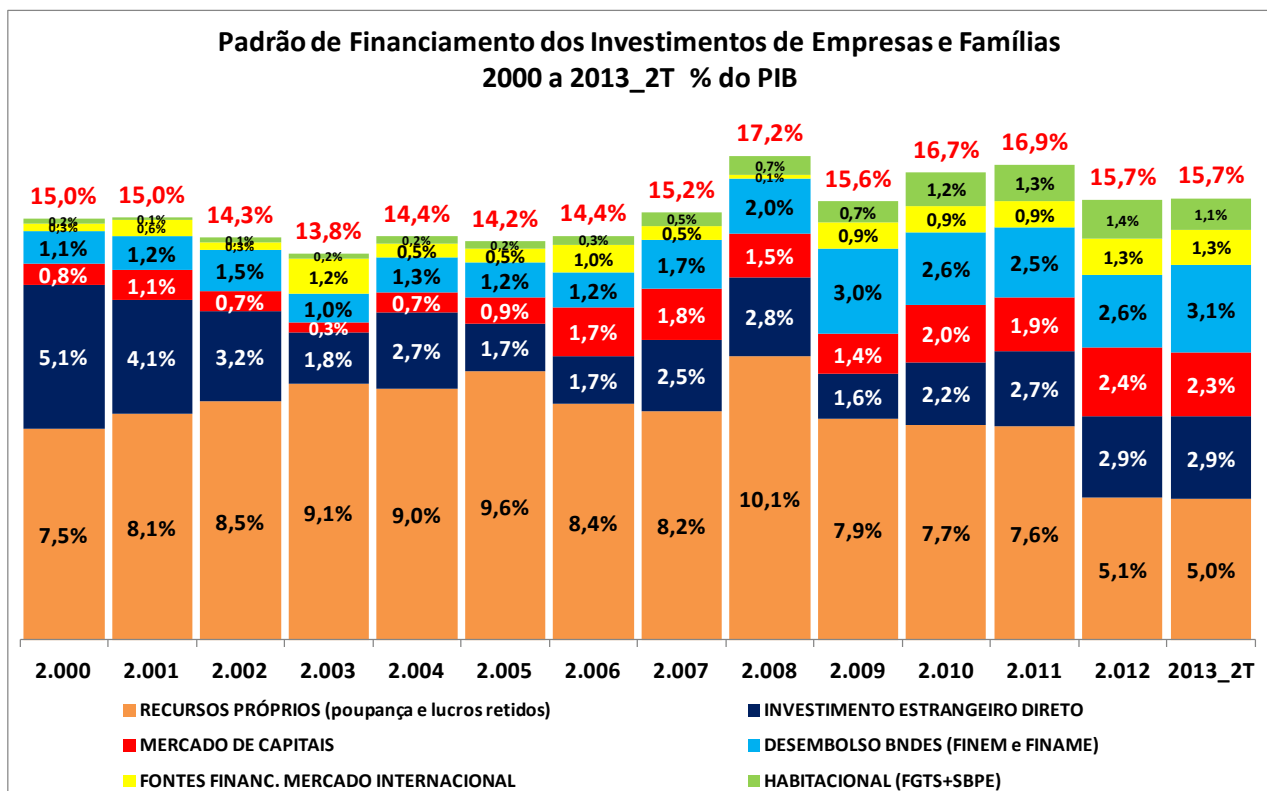
trimestre de 2013; esse forte crescimento deu-se pelo elevado fluxo de investimento estrangeiro direto nesses trimestres provavelmente em função do ambiente externo problemático da Europa.

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 4 a 5% do PIB. Talvez como consequência desse fato, os investimentos são muito baixos: no acumulado móvel anual encerrado no 2º trimestre de 2013 os investimentos (FBCF + estoques) da economia brasileira atingiram 18,1% do PIB e a poupança nacional atingiu 14,4% do PIB complementado pela poupança externa em 3,7% do PIB. Esses níveis de investimento e poupança são inferiores aos níveis pré-crise e não são suficientes para sustentar um alto crescimento do PIB.

O confronto entre as fontes tradicionais de financiamento com os investimentos privados mostra, no segundo trimestre de 2013, a manutenção dos recursos próprios das empresas como fonte de financiamento uma vez que dentre as fontes analisadas somente os financiamentos via desembolsos do BNDES tiveram crescimento, como mostra o Gráfico 12 a seguir.

GRÁFICO 12



CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
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.

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 crescimento continue a demandar 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_2012	19.20%	2.69%	16.51%	-1.48%	17.99%	18.96%	2.53%	16.43%	0.24%	16.67%
2013 2o trim.	18,06%	3,70%	14,37%	-1,46%	15,83%	18,28%	2,63%	15,66%	-0,22%	15,44%

Fonte: ver anexo 2

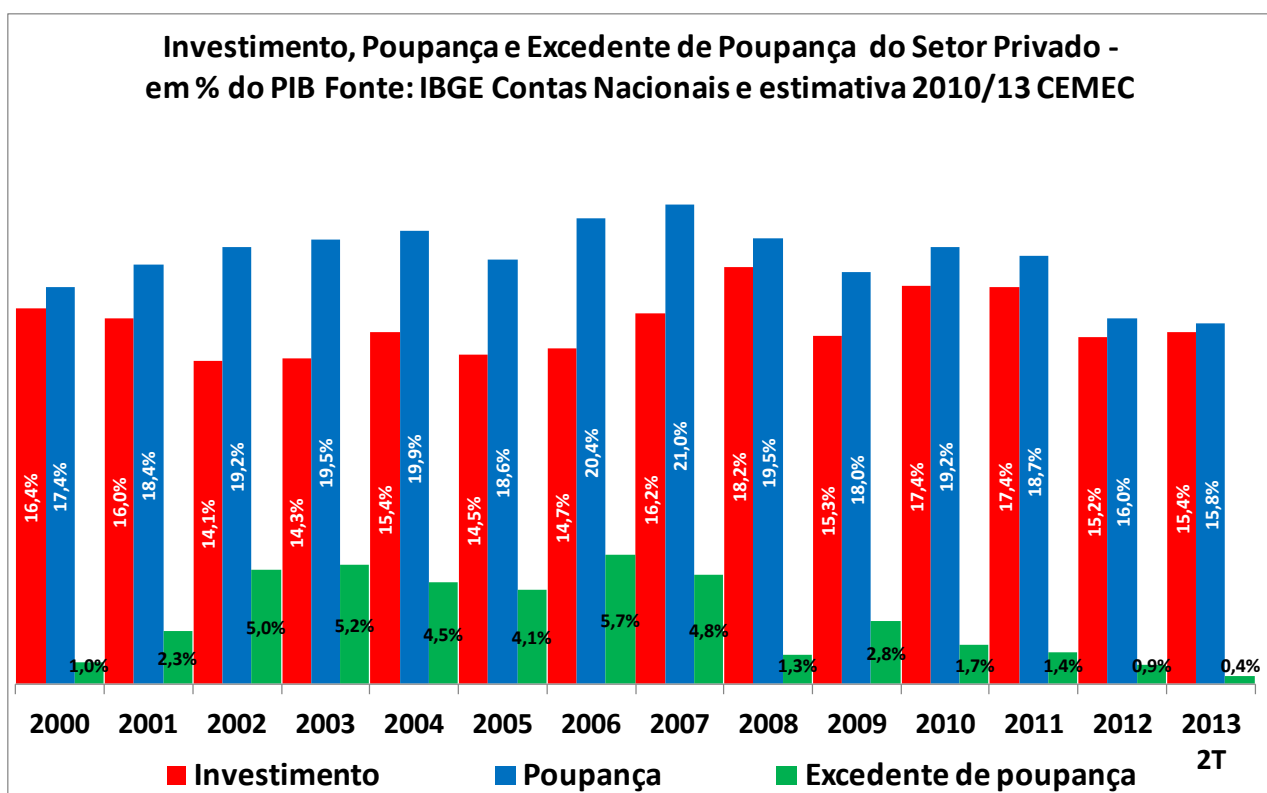
Em qualquer critério, em percentagem do PIB ou da renda disponível, a poupança do setor privado é positiva e mostra uma relativa estabilidade de longo prazo. Não se podem esperar mudanças bruscas no padrão da poupança privada uma vez que esta é

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

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.

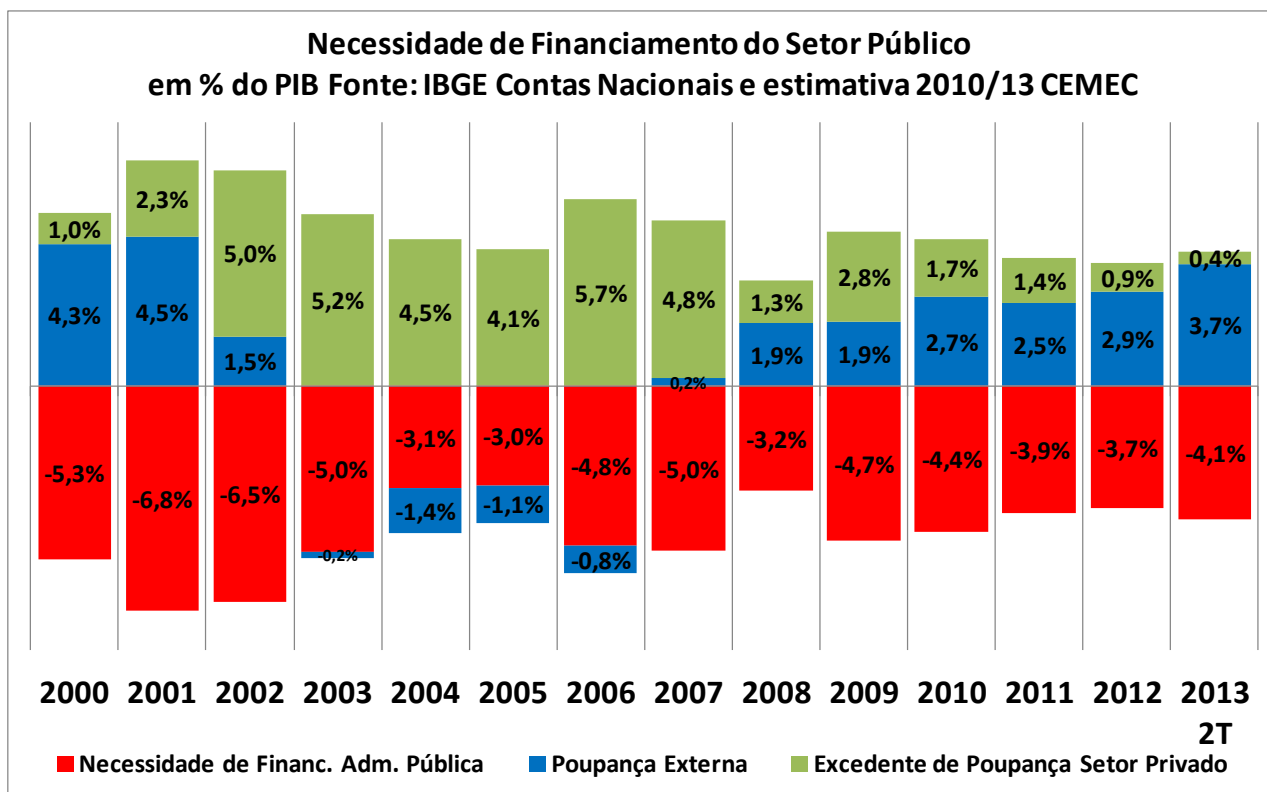
Cabe ressaltar que o setor privado gera excedente de poupança após financiar seus investimentos, como mostra o gráfico 05 a seguir.

GRÁFICO 05



Os excedentes de poupança do setor privado (0,4% do PIB no acumulado móvel de quatro trimestres terminado no 2º. Trimestre de 2013) e a poupança externa (3,7% do PIB no acumulado móvel de quatro trimestres terminado no 2º. Trimestre de 2013) financiam o déficit do setor público (4,1% 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 financiamento⁸ do setor público, 4,1% 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%

⁸ 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 - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

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

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.

ANEXO 1 - Projeção da Formação Bruta de Capital Fixo das Administrações Públicas – 2010 a 2º trimestre de 2013

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 2013 (acumulado móvel anual encerrado no 2º trimestre). Dentre os dados públicos disponíveis escolheu-se correlacionar as estimativas do Ministério da Fazenda como *proxie* dos investimentos das administrações públicas.

Como se observa na tabela as estimativas do Ministério da Fazenda (http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/pronunciamentos/2013/130522_programacao_orcamentaria_2013.pdf) são muito próximos dos dados das Contas Nacionais, como mostra a tabela a seguir:

Anos	Estimativas Ministério da Fazenda - % PIB	FBCF Adm. Pub. – Contas Nacionais IBGE - % do PIB
2000	1.80%	1,81%
2001	1.90%	1,99%
2002	2.30%	2,06%
2003	1.50%	1,51%
2004	1.60%	1,72%
2005	1.60%	1,75%
2006	2.00%	2,04%
2007	1.80%	2,10%
2008	2.30%	2,45%
2009	2.40%	2,57%

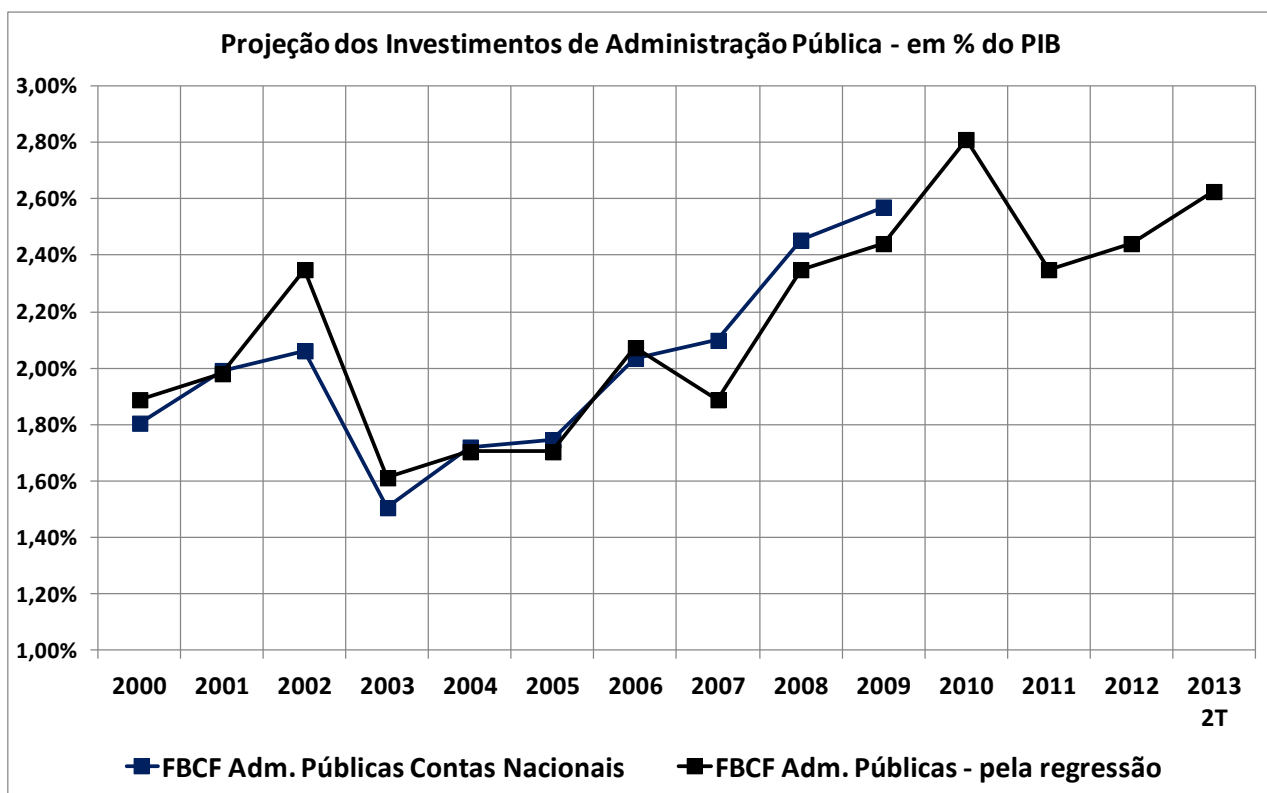
Fontes: Ministério Fazenda e IBGE. Elaboração: CEMEC

A regressão linear obtida é a que segue:

	Min. Faz.	R-Quadrado Ajustado
coeficiente	0.921275	81,8%
t-statistics	6,009	

O gráfico a seguir apresenta os valores projetados e realizados:

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS



Utilizando as estimativas do Ministério da Fazenda:

Anos	Ministério Fazenda	Regressão
2010	2.80%	2.81%
2011	2.30%	2.35%
2012	2.40%	2.44%
2013	2.60%	2.63%

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
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%	2,81%	16,65%	0,78%	17,43%
2011	19,73%	2,50%	17,23%	-1,52%	18,75%	19,28%	2,35%	16,93%	0,45%	17,38%
2012	17,64%	2,87%	14,77%	-1,28%	16,05%	18,14%	2,44%	15,70%	-0,50%	15,20%
2013 2º. Trim.	18,06%	3,70%	14,37%	-1,44%	15,81%	18,28%	2,63%	15,66%	-0,22%	15,44%
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_2012	19,20%	2,69%	16,51%	-1,48%	17,99%	18,96%	2,53%	16,43%	0,24%	16,67%
2013 2o trim.	18,06%	3,70%	14,37%	-1,44%	15,81%	18,28%	2,63%	15,66%	-0,22%	15,44%

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 2013 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 2013 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 2013 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 - IBMEC

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.

ANEXO 03

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 segundo trimestre de 2013 (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.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Evidentemente essa metodologia adota a hipótese simplificadora de que os investimentos são financiados apenas por fontes de recursos de médio e longo prazo. Embora na maioria dos casos essa hipótese possa corresponder à realidade, 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.