

**RELATÓRIO TRIMESTRAL DE FINANCIAMENTO DOS
INVESTIMENTOS NO BRASIL**

Abril

2015



Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antônio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

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.

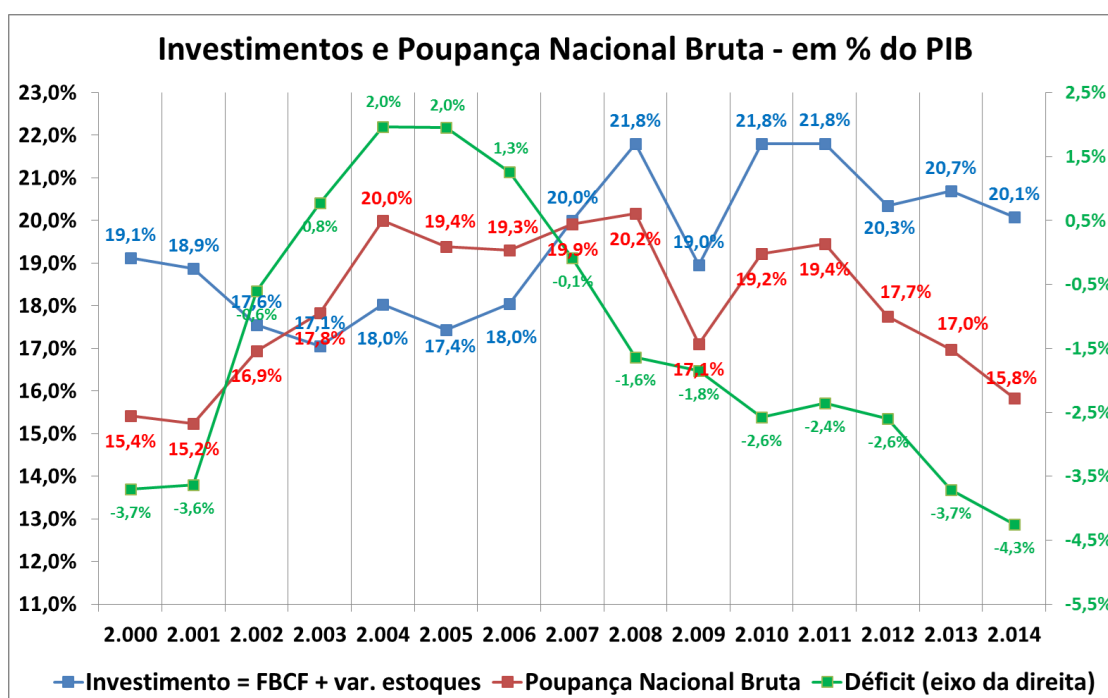
*** A publicação foi produzida com as informações existentes em Abril/2015.

1. Visão macroeconômica: Investimento e poupança na economia brasileira

No **Gráfico 01** adiante é apresentada a evolução do investimento, poupança bruta e do déficit em contas correntes (poupança externa) com base nos dados das novas Contas Nacionais Trimestrais (IBGE) no período de 2000 a 2014;

A nova metodologia alterou significativamente os dados do PIB e dos investimentos no período de 1996 a 2014. Entretanto não foram divulgados os novos dados da poupança nacional bruta para o período anterior 2010. Os números dessa variável no período de 2000 a 2009 que comparecem no Gráfico 01 são estimativas preliminares do CEMEC, conforme metodologia detalhada no Anexo 01.

GRÁFICO 01¹



São mantidas até 2014 as principais tendências observadas pelo menos desde 2010 com queda de investimentos e aumento da poupança para financiar o aumento dos gastos correntes:

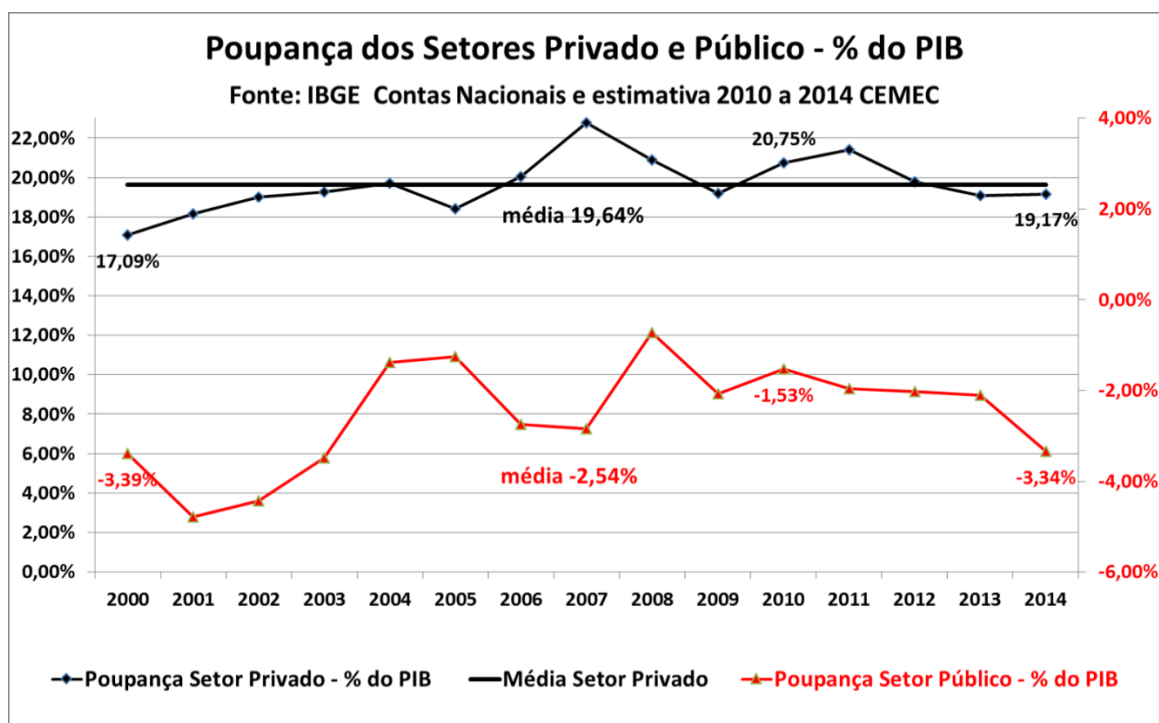
- Taxa de investimentos cai 1,7 p.p. (de 21,8% para 20,1%);
- A taxa de poupança cai ainda mais intensamente (-3,4p.p.) de 19,2% para 15,8%, o menor nível desde 2002;
- A diferença é coberta com o aumento da poupança externa, de 2,6% para 4,3% do PIB, maior valor observado desde 2000

¹ O déficit em conta corrente de Contas Nacionais difere do déficit em conta corrente das estatísticas de balanço de pagamentos. V. Giambiagi - "Dois termômetros da conta corrente" jornal Valor Econômico 12/03/2014)

No **Gráfico 02**, verifica-se que no período de 2010 a 2014 mais da metade da queda da poupança bruta é explicada pelo aumento da poupança negativa do setor público:

- O ano de 2014 registra forte deterioração das contas públicas; depois dos ajustes dos dados oficiais, os novos dados mostram que a poupança negativa do setor público responde por 1,8 p.p. (-1,5% para -3,3% do PIB) da queda da poupança bruta de 3,4p.p. do PIB entre 2010 e 2014;
- No mesmo período, a poupança do setor privado também se reduz de cerca de 1,6p.p. (de 20,8% para 19,2%); é interessante notar que esse número é inferior em apenas 0,4 p.p. à taxa média de poupança do período de 2010 a 2014, estimada em 19,6% do PIB.

GRÁFICO 02



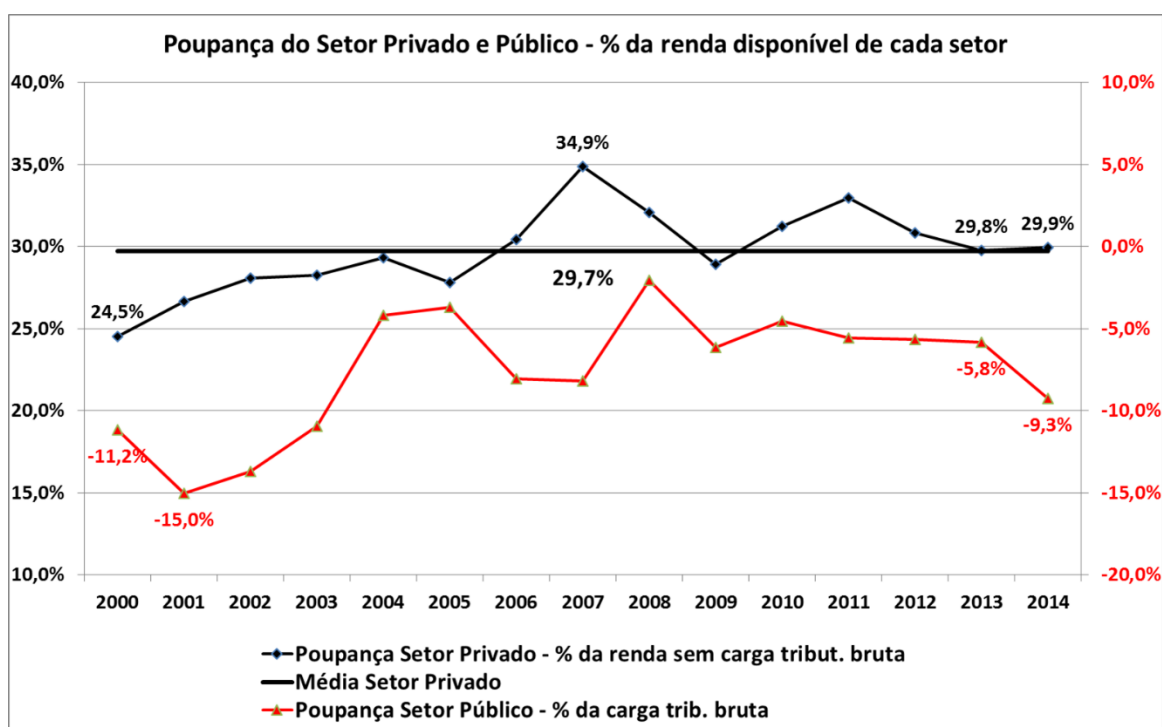
No **Gráfico 03**, as taxas de poupança do setor privado são calculadas sobre o valor do PIB depois de deduzida a carga tributária bruta, como um indicador da renda disponível desse setor depois do pagamento dos impostos²; as taxas de poupança do setor público são calculadas sobre sua arrecadação, indicada pela carga tributária bruta.

Nesse conceito, a poupança do setor privado se reduz em 2p.p. (de cerca de 32% para 30%). Entretanto, deve-se registrar que mesmo após a referida queda, em 2014 a taxa de poupança do setor privado (29,9%) é até um pouco maior que a média dos últimos 15 anos (29,6%).

No setor público a parcela poupada da receita bruta cai muito mais intensamente, em 4,3p.p., de cerca de -5% em 2010 para -9,3% em 2014.

Tudo indica que o forte aumento da carga tributária ocorrido entre 2010 e 2014, de 33,6% para 36,0% explica a diferença do desempenho da taxa de poupança do setor privado calculada antes e depois da dedução da carga tributária. OU seja, a parcela do PIB remanescente em mãos do setor privado depois do pagamento dos impostos se reduziu de 66,4% em 2000 para 64% em 2014. Por outro lado, isso também é um dos componentes da queda da taxa de poupança bruta em relação ao PIB, de vez que esse aumento da carga tributária transferiu renda do setor privado, que tem poupança positiva, para o setor público, este com poupança negativa.

GRÁFICO 03



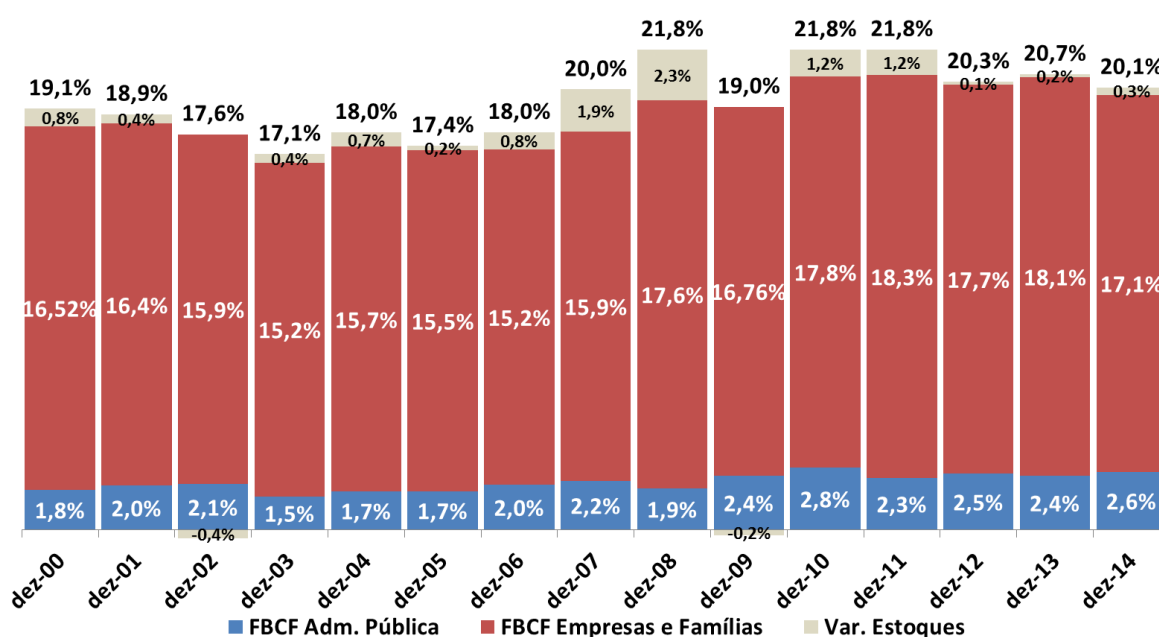
² É interessante notar que a dedução da carga tributária líquida de transferências produz resultados muito semelhantes.

No **Gráfico 4** são apresentadas as taxas de investimento em % do PIB do período de 2000 a 2014. Nesse período, a taxa de investimentos privados cai 1,7p.p. do PIB (de 21,8% para 20,1%) e de investimentos públicos de 0,3p.p. do PIB (de 2,8% para 2,5%).

Uma constatação interessante é que a taxa de investimento está inversamente correlacionada com o crescimento do PIB quando se compara o período de cinco anos de 2010 a 2014 com o período imediatamente anterior, de 2005 a 2009: no período mais recente a taxa média de investimento foi mais alta (20,9%) que no período anterior (19,2%), e o crescimento médio (3,2%a.a.) foi menor que o anterior (3,6%). Desconsiderando o ano de 2009, fortemente impactado pela crise de 2008, o crescimento médio de 2005 a 2008 foi de 4,5% a.a. ainda mais significativo que o observado nos últimos cinco anos.

GRÁFICO 04

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

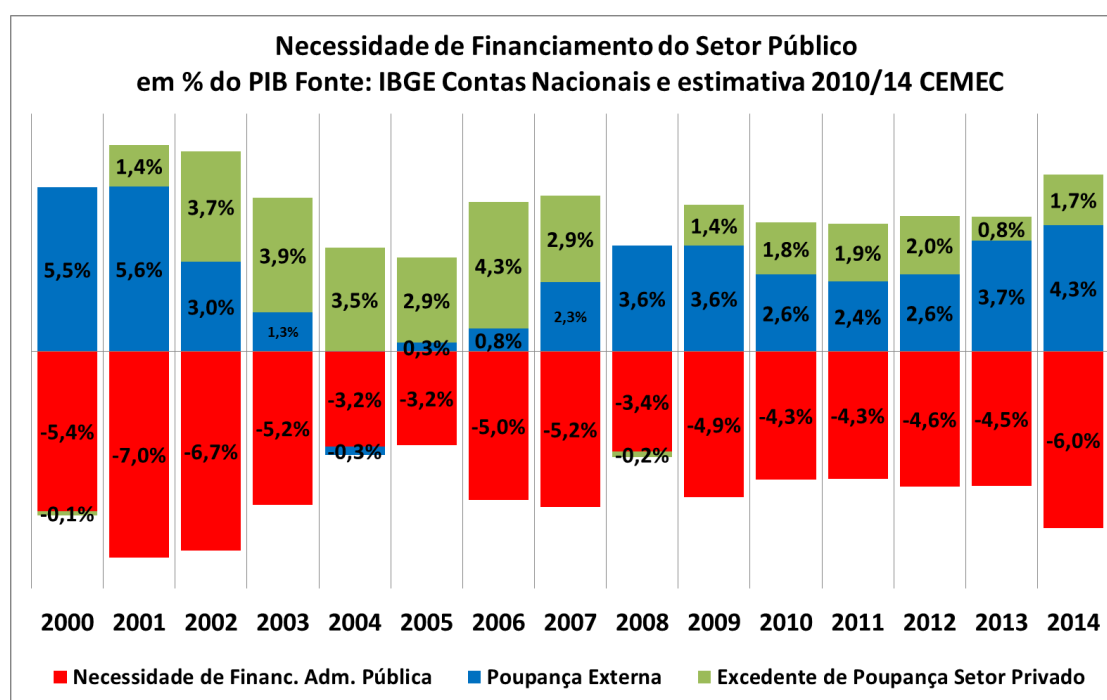


No **Gráfico 5**, a necessidade de financiamento de cada setor mede a diferença entre sua taxa de investimento e sua taxa de poupança, ambas em % do PIB. .

Desde 2010, em todos os anos, a necessidade de financiamento do setor público tem sido coberta pelo excedente de poupança do setor privado e pela poupança externa.

Como já evidenciado, o ano de 2014 marca considerável ampliação do desequilíbrio fiscal: o aumento de 1,5 p.p do PIB. (de 4,5% para 6,0%) da necessidade financiamento do setor público foi coberto pelo aumento da poupança privada (+0,9 p.p.) e da poupança externa, em 0,6p.p. (3,7% para 4,3%).

GRÁFICO 05



2. Padrão de financiamento dos investimentos privados: empresas e famílias no período de 2000 a 2014

A metodologia utilizada nesta parte da identificação dos fluxos anuais de recursos das principais fontes de financiamento de médio e longo prazo disponíveis na economia brasileira no período de análise. Supõe-se que esses recursos sejam destinados prioritariamente ao financiamento de investimentos. O conceito de investimento adotado nesta parte é o da formação bruta de capital fixo, indicador que segue de perto a evolução do investimento, de vez que a componente de variação de estoques é pouco significativa.³ A parcela proveniente de recursos próprios é estimada por diferença.

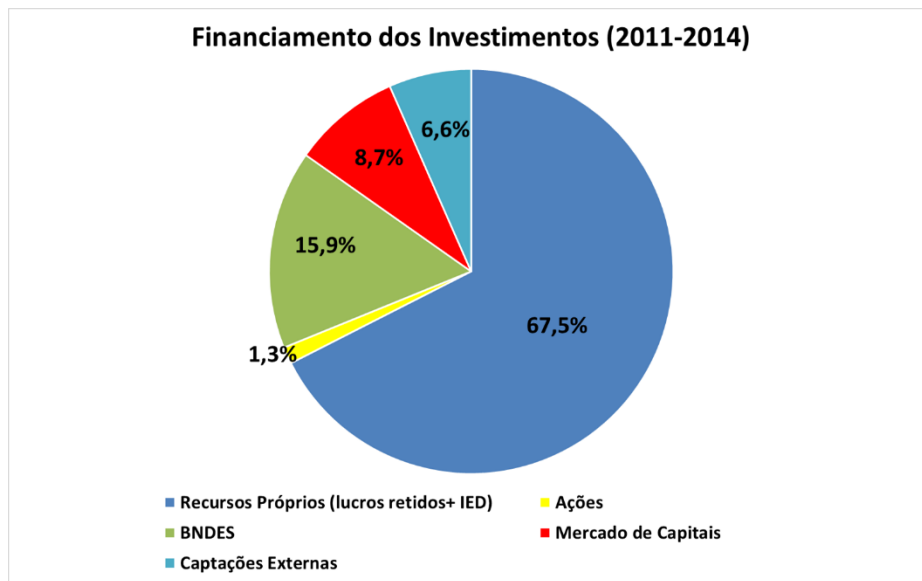
As fontes de recursos de dívida consideradas são as seguintes:

- 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).

Estima-se que os recursos próprios, com origem na poupança das empresas (lucros retidos) e poupança das famílias sejam responsáveis pela maior parcela do financiamento dos investimentos. Isso é evidenciado no **Gráfico 06**, onde se vê que no período de 2000 a 2014, os recursos próprios respondem por 67,5% dos recursos utilizados para financiar os investimentos de empresas e famílias. Entretanto, como se verá adiante, essa participação tem decrescido fortemente nesse mesmo período.

³ No Anexo 2 são apresentados os índices de correlação entre os recursos com origem nessas fontes e a taxa de investimento o de empresas e famílias, calculados com ase no período de 2000 a 2014 O coeficiente de e correlação entre o total dessas fones e os investimentos é de 0,877. .

GRÁFICO 06

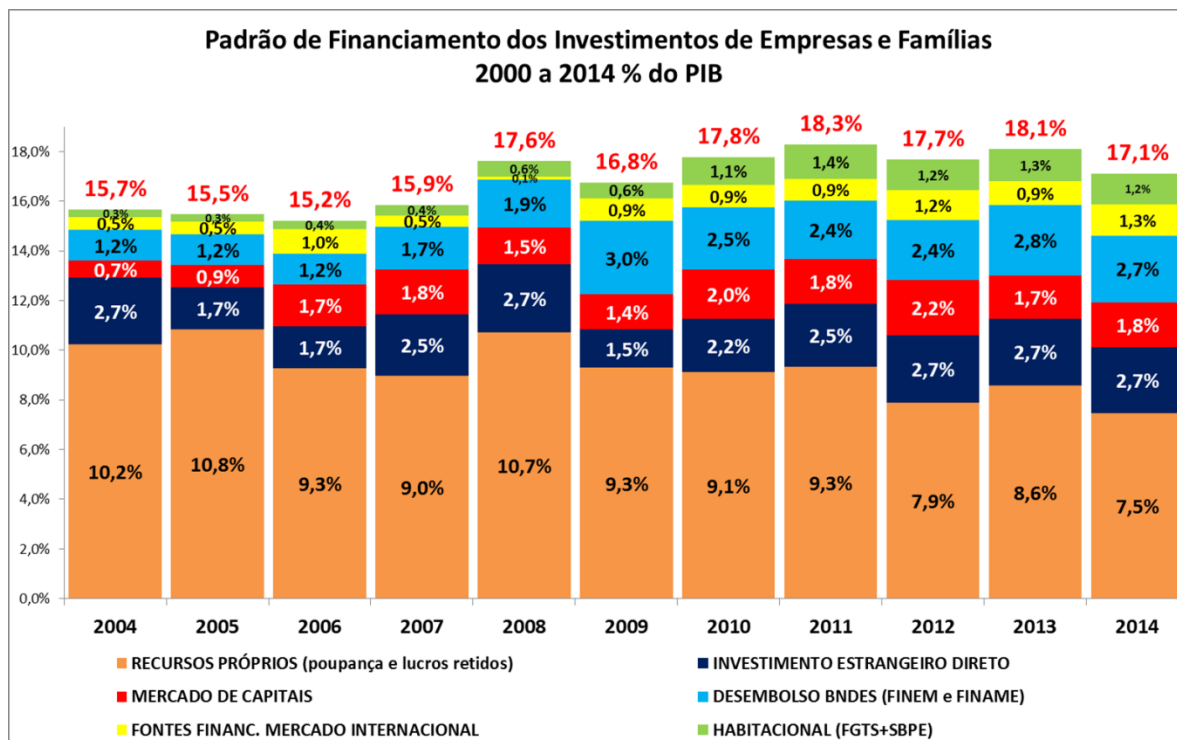


No Gráfico 7, verifica-se nos últimos anos a manutenção das tendências já observadas em períodos anteriores. É notável a redução do componente de recursos próprios das empresas nacionais⁴ de 9,2% do PIB entre 2010/2011, para 8,0% em 2012/2014, parcialmente compensada pelo avanço do investimento direto estrangeiro, de 2,2% para 2,7% do PIB, em paralelo com a elevação do componente de dívida.

Em 2013/2014 os recursos do BNDES têm alguma elevação para 2,75% do PIB em relação à média dos três anos anteriores, (2,45%), enquanto recursos do mercado de capitais oscilam entre 1,7% e 2,2%, com média de 1,9% no período de 2010 a 2014, sem tendência definida.

⁴ Trabalhos anteriores do CEMEC, usando dados dos balanços consolidados das companhias abertas e das maiores empresas fechadas não financeiras mostram acentuada queda de lucros retidos e de investimentos. V. www.cemec.ibmec.org.br

GRÁFICO 07

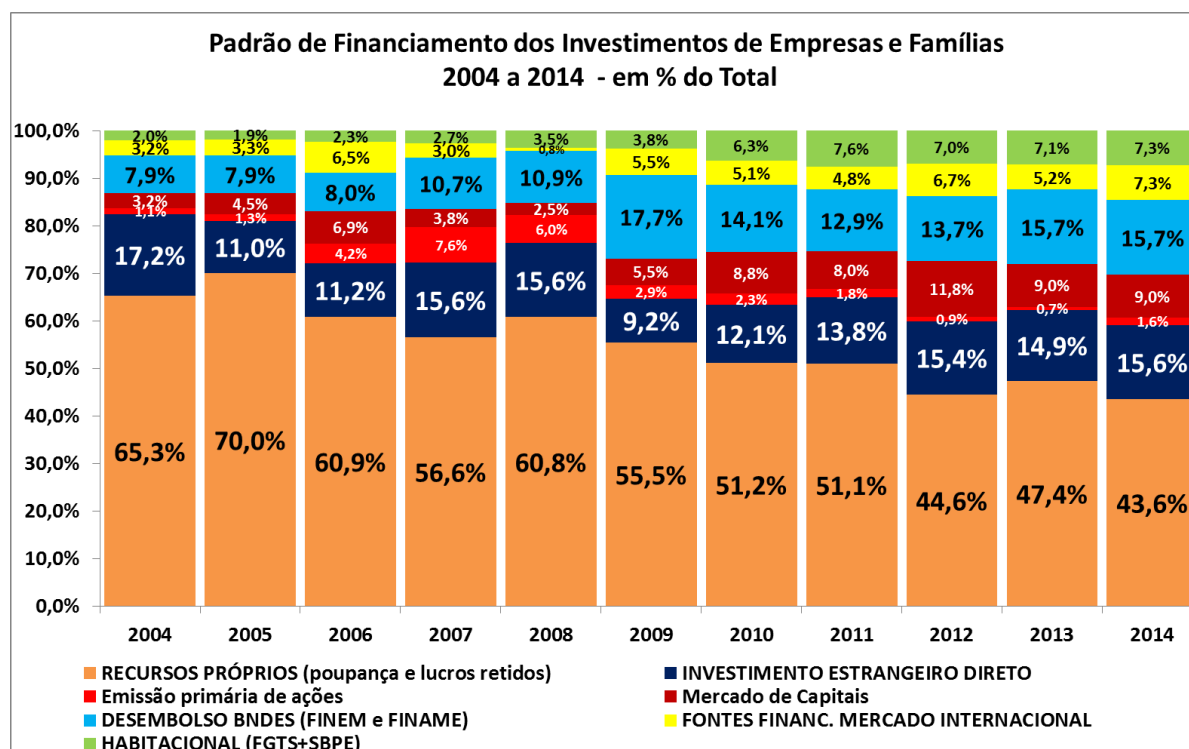


No Gráfico 8, a principal observação é a forte mudança na composição das fontes de financiamento dos investimentos desde 2004, com redução do componente de recursos próprios (lucros retidos e aumento de capital, investimento direto estrangeiro, ações): de 83,6% em 2000 para 60,8% em 2014.

Destaca-se ainda:

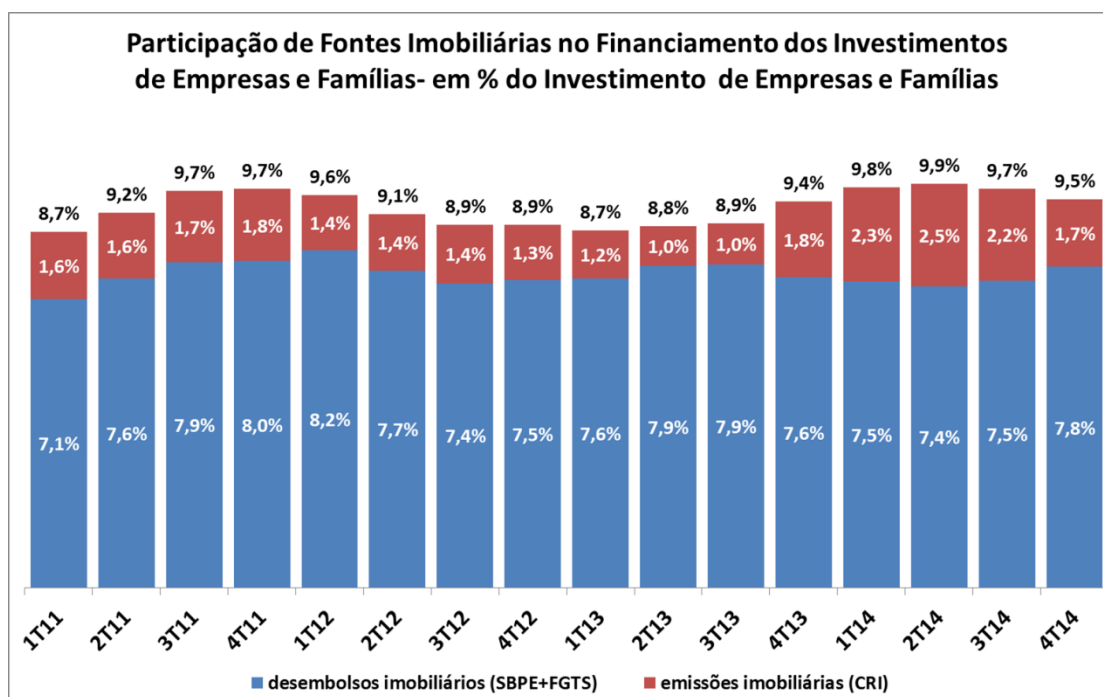
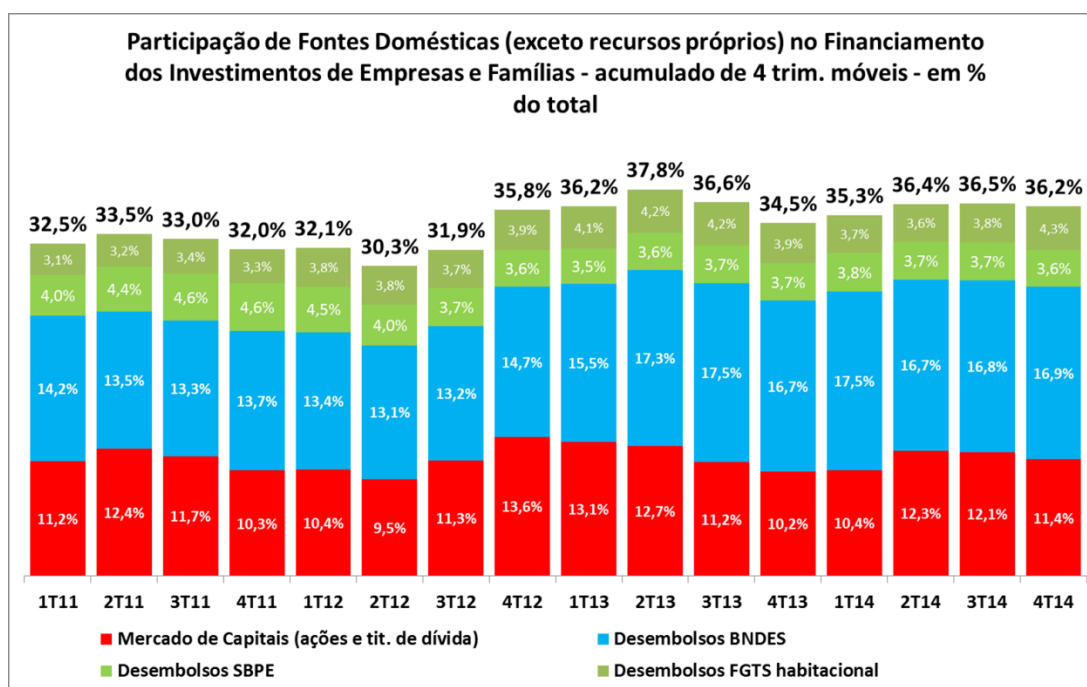
- a participação do BNDES entre as fontes de financiamento de dívida, salta da média de 9,1% no período de 2004 a 2008 para 14,4% entre 2010 e 2014, sem contar os 17,7% de 2009, resultado de ação compensatória da crise.
- Investimento direto estrangeiro é fonte importante de recursos; nos últimos três anos sua participação é semelhante à do BNDES, da ordem de 15%;
- Participação dos instrumentos de dívida do mercado de capitais mais que dobra no período, de cerca de 4% em 2004/2005, para 9% em 2013/2014.

Gráfico 08

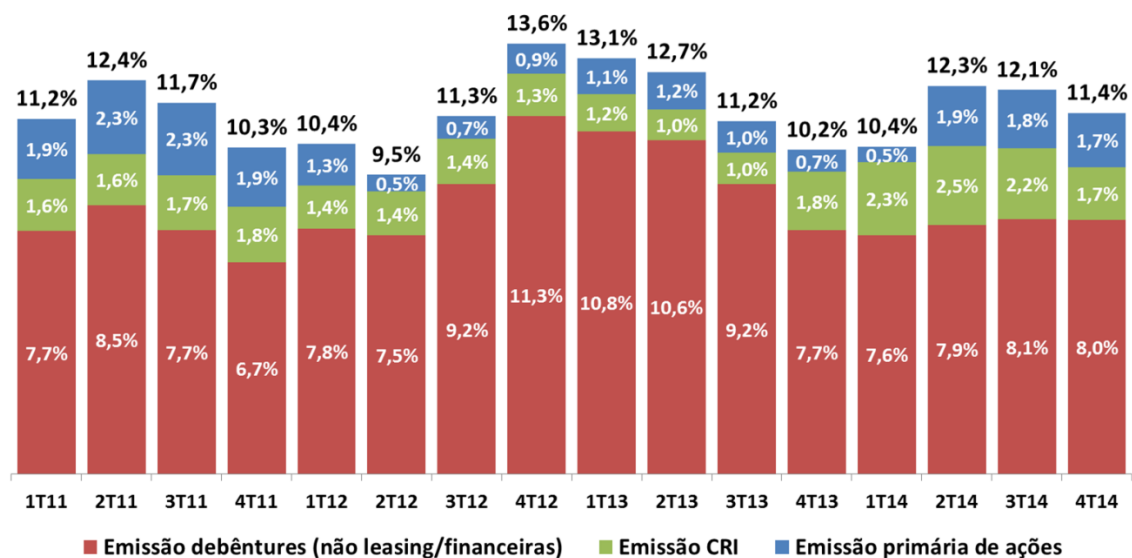


3. Detalhamento do Comportamento Recente das Fontes Domésticas e Externas de Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias

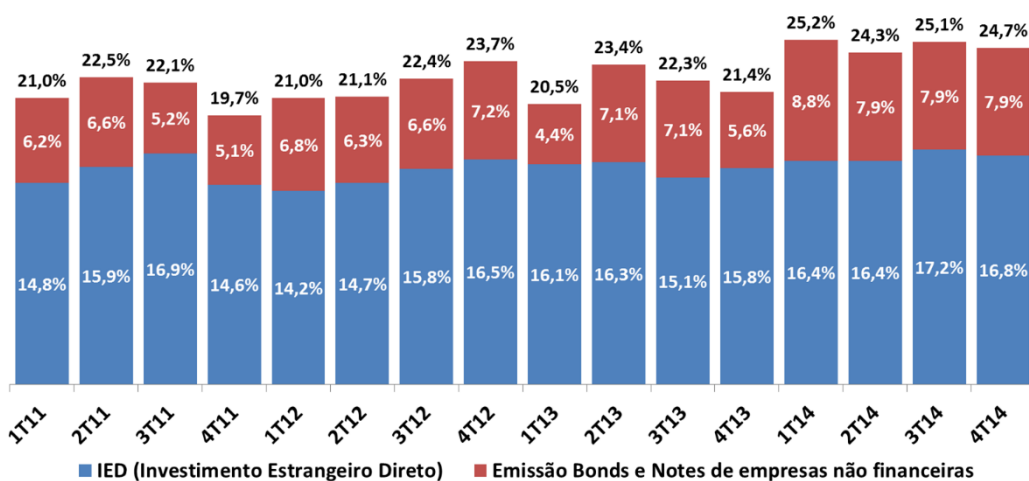
A seguir são apresentados alguns gráficos descrevendo a evolução recente de fontes domésticas e externas do financiamento dos investimentos (no conceito de formação bruta de capital fixo) das empresas e famílias.



Participação de Fontes do Mercado de Capitais no Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias - em % do Investimento Total



Participação de Fontes Externas no Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias- em % do Total



ANEXO 01

Em 27/03/2015 foram divulgadas as novas Contas Nacionais Trimestrais (IBGE), com nova metodologia (2010) que alteraram significativamente os dados dos investimentos e do PIB.

Entretanto, os dados de poupança nacional bruta e capacidade / necessidade líquida de financiamento só foram divulgados a partir do primeiro trimestre de 2010.

Para estimar a poupança bruta anterior a 2010 adotou-se a metodologia de estimar a “renda nacional disponível bruta” pela relação média entre esta variável e o PIB no período 2010 a 2014, e imputar essa relação média ao PIB divulgado de 1996 a 2009.

Em seguida estima-se a Poupança Nacional Bruta pela diferença entre a renda nacional bruta estimada e o consumo total divulgado pelo IBGE nesse período, 1996 a 2009.

ANEXO 2

A tabela seguir mostra a correlação linear entre as fontes de financiamento de dívida e o investimento (formação bruta de capital fixo) de empresas e famílias, em % do PIB.

FONTES DE FINANCIAMENTO	Correlação
Desembolso BNDES (FINEM e FINAME)	0,830
Habitacional (FGTS+SBPE)	0,881
MERCADO DE CAPITAIS	0,717
Emissão primária de ações de empresas não financeiras	0,063
Emissão debêntures (não leasing/financeiras)	0,697
Emissão CRI	0,771
TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS DOMÉSTICOS	0,872
Captações Mercado Internacional (bonds e notes)	0,314
Investimentos Estrangeiros Diretos	0,093
TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS EXTERNOS	0,247
TOTAL DAS FONTES UTILIZADAS	0,877