

CENTRO DE ESTUDOS DE
MERCADO DE CAPITAIS

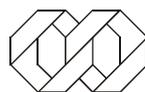
CEMEC

Trabalho de Discussão Interna - TDI CEMEC 05

FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS

Junho

2011



IBMEC

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais



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 2005 a 2010	9
4. Simulação: financiamento de investimentos e a cobertura do déficit em contas correntes.....	13
5. Crescimento do mercado de capitais é solução superior ao aumento da dívida externa do setor privado	17
6. Condições para aumentar a participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos	23
7. Mercado de capitais e o financiamento do investimento privado: algumas observações finais.....	27

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

*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.

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

*** A publicação foi produzida com as informações existentes em Maio/2011.

**FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL E O PAPEL DO
MERCADO DE CAPITAIS**

Carlos A. Rocca¹

Lauro Modesto dos Santos Jr.²

1. Introdução

Este trabalho tem por objetivo formular algumas hipóteses sobre o papel que o mercado de capitais pode desempenhar no suprimento de recursos para o financiamento dos investimentos necessários para a sustentação de uma taxa de crescimento da ordem de 4,5% ao ano. Trata-se de um resumo das considerações feitas pelo autor numa apresentação feita no 9º Seminário CEMEC de Mercado de Capitais³, realizada no auditório da FIPECAFI, em São Paulo, no dia 31/05/2011.

Na primeira parte, busca-se determinar a natureza e a dimensão do problema de financiar os investimentos requeridos para manter uma taxa de crescimento de 4,5 ao ano ao longo dos próximos anos. A partir da estimativa de que a taxa de investimentos necessária deve se elevar a 21% do PIB, e dada a dificuldade de elevar em curto prazo a poupança interna do nível atual de 16.5% do PIB, conclui-se que a complementação da poupança externa é indispensável. Desse modo, para viabilizar a realização de taxa de investimento de 21% do PIB será necessário mobilizar a poupança interna e financiar o déficit em contas correntes.

Na segunda parte, a partir de estimativas do padrão de financiamento dos investimentos privados no período de 2005 a 2010 e da formulação de algumas hipóteses, é feita uma simulação da participação das várias fontes de recursos nos próximos anos, dados cenários de crescimento de 4,5% e 5,0% ao ano. Nessa simulação, verifica-se que no cenário de crescimento de 4,5% a.a. a participação do mercado de capitais deveria dobrar em relação ao padrão observado entre 2005 e 2010.

¹ Diretor do CEMEC.

² Consultor Sênior do CEMEC.

³ Disponível no site do CEMEC: www.cemec.ibmec.org.br

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 05

Mostra-se que o aumento de participação das fontes de financiamento do mercado de capitais, na forma de ações e títulos de dívida, substitui com vantagens o aumento da dívida externa do setor privado, desde que sejam criadas as condições favoráveis à entrada de investidores estrangeiros nesse mercado, especialmente, no mercado de renda fixa privada⁴.

Mostra-se que o desenvolvimento desse mercado com a entrada dos investidores estrangeiros tem condições de aumentar significativamente a oferta de recursos de longo prazo em moeda doméstica para as empresas nacionais, sendo solução superior ao aumento da dívida externa das empresas pelo menos por duas razões. Por um lado, o risco cambial é transferido para os investidores estrangeiros, evitando-se crises como as já observadas no passado recente, em que a súbita elevação das taxas de cambio ameaça a solvência e liquidez das empresas em dívidas em moeda estrangeira. Em segunda lugar, ao contrario do acesso ao mercado internacional que é restrito apenas às maiores empresas, a ativação do mercado doméstico de capitais oferece recursos de longo prazo para empresas de menor tamanho, inclusive para empresas de capital fechado⁵.

2. Visão macroeconômica: investimento e poupança na economia brasileira

O primeiro passo para examinar o problema de financiamento dos investimentos é obter alguma estimativa da taxa de investimentos que seria necessária para sustentar o crescimento desejado. Tomando-se as projeções e expectativas mais frequentes do setor privado e de fontes oficiais, trata-se de dimensionar a taxa de investimento necessária para a manutenção de taxas de crescimento da ordem de 4,5% a 5% anuais nos próximos anos. Embora a estimativa das taxas de investimento necessárias envolvam o conceito de produto potencial, cuja mensuração é muito

⁴ Até dezembro de 2010 os investidores estrangeiros pagavam imposto de renda sobre rendimentos de aplicações em títulos de dívida privada e tinham isenção no caso de títulos de dívida pública. A MP517, de 30/12/2010, deu início a um processo de equiparação de tratamento tributário dos títulos privados, dentro de certas condições e especialmente para recursos destinados ao financiamento de investimentos em infraestrutura ..

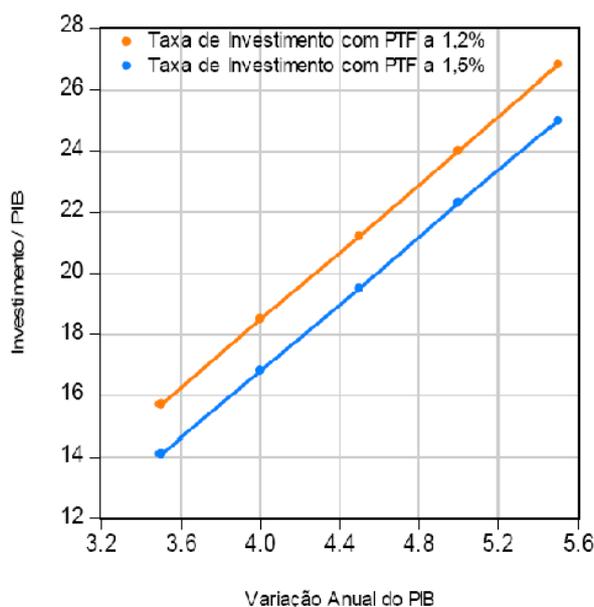
⁵ A Instrução CVM 376 de 27/03/2001 regulamentou a emissão de debêntures de empresas de capital fechado; outros instrumentos e veículos do mercado de capitais podem ser usados pelas empresas de capital de menor tamanho (ex.: FIDCs, FIPs, FIs, CRIs).

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS TDI CEMEC 05

difícil e objeto de grandes controvérsias, parece evidente que o nível observado nos últimos cinco anos, da ordem de 17% do PIB (18,4% em 2010) é insuficiente para manter o crescimento nesse intervalo. O esgotamento da capacidade de oferta de serviços de infraestrutura de transporte – portos, aeroportos, ferrovias e rodovias – e as preocupações com a oferta de energia quando o crescimento médio dos últimos anos ultrapassou a média de 4% aa. , demonstram a necessidade de elevação da taxa de investimentos em capital fixo, sem contar ainda o esforço adicional indispensável nos investimentos em capital humano⁶.

Considerando apenas a necessidade de investimento em capital fixo, adotam-se aqui estimativas realizadas por Pastore, Pinotti e Pagano (2010)⁷. O Gráfico 01 abaixo resume os resultados.

Taxas de investimento e taxas de crescimento do PIB



Na hipótese, em que a produtividade total dos fatores (PTF) cresce a 1,2% a.a., a manutenção de crescimento de 4,5% a.a. requer taxa de investimento da ordem de 21% e para um crescimento de 5,5% a.a. a taxa de investimento deve aumentar para 25% do PIB. Neste trabalho adota-se a hipótese de crescimento da PTF a 1,2% a.a.

⁶ Nos últimos meses fazem parte do noticiário diário as dificuldades e atrasos de execução em obras de infraestrutura e na indústria de construção residencial por escassez de mão de obra qualificada..

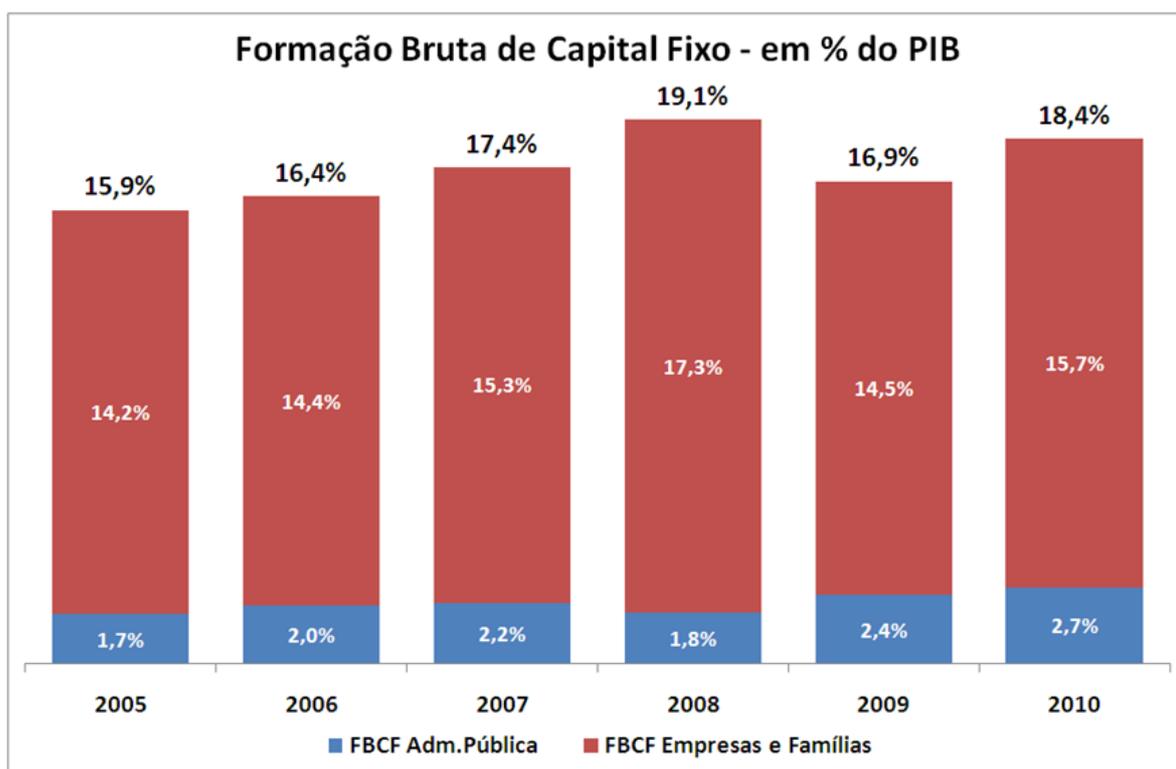
⁷ Pastore A. C.; Pinotti, M. C.; Pagano, T. A. **Limites ao Crescimento Econômico** – XXII Forum Nacional – Estudos e Pesquisas 345, maio 2010.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS TDI CEMEC 05

admitindo-se que sua aceleração para 1,5% a.a registrada no citado trabalho de Pastore e outros se deva à redução da proporção de investimento em infraestrutura nos últimos anos⁸, movimento esse que deve reverter no futuro próximo. Admite-se que a proporção da formação bruta de capital dos investimentos em construção (especialmente infraestrutura e habitação) retorna nos próximos anos a um valor mais próximo de seu nível histórico.

Adotando-se então a taxa de investimento de 21% para obter um crescimento de 4,5% a.a., haveria necessidade de aumentar em cerca de 3 pontos percentuais a taxa de investimento média observada nos últimos três anos, da ordem de 18%, como indicado no gráfico 02.

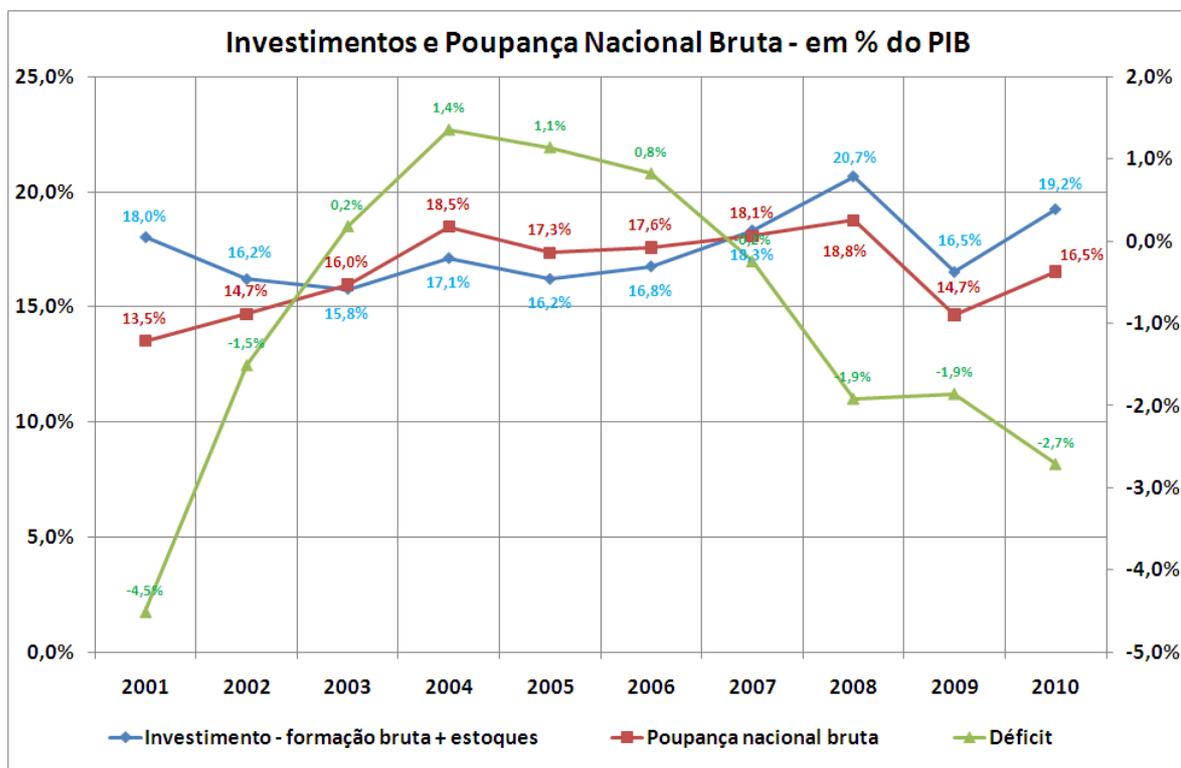
GRÁFICO 02



poupança interna. No gráfico 03 é apresentada a evolução da taxa de investimento (inclusive variação de estoques), taxa interna de poupança e déficit em contas correntes, todos apresentados como um percentual do PIB.

⁸ Puga, Fernando Pe outros (2010) . Borça Junior, Gilberto R., Nascimento, Marcelo M. (2009) Aumento de produtividade do investimento brasileiro viabiliza maior crescimento do PIB – em Torres Filho, Ernani, T., Puga, Fernando P., Meirelles Beatriz B. – Visão do Desenvolvimento 2009– BNDES 2010, pp. 123 a 129

GRÁFICO 03



Os números mostram que a poupança interna é insuficiente mesmo nos níveis de investimento observados nos últimos anos, entre 2 e 3 pontos percentuais abaixo do necessário para crescer 4,5% a.a.. Bastou a elevação da taxa média de investimento de 16,5% observada no período 2003/2006, para 18,7% 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 16,5% e 17,0%), a realização da taxa de investimentos de 21%, levaria à observação de um déficit em conta corrente da ordem 4% a 4,5% 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

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 05

de 4.5% a.a. demandará certamente a complementação de poupança externa. Na Tabela 01 são apresentadas as taxas médias de poupança dos setores público e do setor privado nas últimas três décadas e no ano de 2010. 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.

TABELA 01
CARGA TRIBUTÁRIA E POUPANÇA 1980- 2010 (%)

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

FONTES: IBGE, BACEN e IPEA e "Carga Tributária Líquida e Efetiva Capacidade do Gasto Público no Brasil", IPEA, Comunicado da Presidência nº 23, julho 2009; Carga Tributária Bruta: de 1970 a 1989: Contas Nacionais IBGE; de 1990 a 2007: IPEADATA; 2008 e 2009: IPEA conforme comunicado citado; Poupança do Setor Público (em % da carga tributária): Poupança do Setor Público, conforme a Tabela 2, como percentagem da carga tributária bruta; Poupança do Setor Privado (em % PIB menos a Carga Tributária): Poupança do Setor Privado da Tabela 2 como percentagem do PIB menos a carga tributária bruta.

Os dados mostram que a poupança do setor público manteve-se em níveis negativos na década 2000/2009, com perda de 9,1 p.p. em relação à média observada na década de 80. O número de 2010 indica pela primeira vez um pequeno resultado positivo, fortemente influenciado pelo grande crescimento de receita pública associado a um crescimento do PIB superior a 7%. Mantendo-se um crescimento da ordem de 4,5% a.a. a reconhecida rigidez do orçamento público, associada também à tendência de

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 05

crescimento das despesas previdenciárias⁹ faz com que numa projeção realista somente a médio e longo prazo será possível aumentar de modo significativo a poupança do setor público. A taxa média de poupança setor privado mostra uma surpreendente estabilidade nas ultimas três décadas, em torno de 27% do PIB líquido da carga tributária. Embora se trate de questão que exige análise mais detalhada, não parece realista esperar elevação significativa da taxa de poupança do setor privado no curto prazo, levando em conta esse padrão de estabilidade na média dos últimos trinta anos, perante condições econômicas as mais dispares.

Nessas condições, ainda que se obtenha algum ganho na taxa de poupança interna no curto prazo, parece muito improvável que seja suficiente para financiar a taxa de investimento próxima de 21% necessária para crescer 4,5% a.a.. Com isso, tudo indica que o financiamento dos investimentos necessários para esse cenário de crescimento envolve o equacionamento de duas questões ao mesmo tempo:

- a) Mobilizar poupança interna e aumentar oferta de recursos de longo prazo;
- b) Financiar déficit em contas correntes.

3. Padrão de financiamento dos investimentos privados: empresas e famílias no período de 2005 a 2010

Com o objetivo de formular algumas hipóteses sobre a participação de fontes internas e externas de financiamento do investimento privado num cenário de crescimento de 4,5% a 5% ao ano, buscou-se inicialmente gerar estimativas do padrão de financiamento observado no período de 2005 a 2010. 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

⁹ A Constituição de 1988 reduziu a flexibilidade da despesa pública e aumentou as transferências. Por exemplo, ao lado de outras despesas correntes, as despesas previdenciárias dos servidores públicos e dos trabalhadores do setor privado tem crescido acima do PIB em função do envelhecimento da população e da política de crescimento real do salário mínimo; o impacto de um novo regime previdenciário, cuja adoção não está no horizonte, se dará somente a médio e longo prazo. V., por exemplo, Giambiagi, F, e Tafner, P (2010) . Demografia, A Ameaça Invisível - Editora Campus Elsevier.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 05

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 e saneamento;
- d) Desembolsos SBPE em financiamentos à produção habitacional;
- e) Emissões externas (bonds e notes) de empresas não financeiras pela taxa de câmbio média;
- f) Mercado de capitais: emissão de ações e títulos de dívida privada;

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, seja na forma de desembolsos no caso de operações de crédito. Ao invés de utilizar os fluxos de recursos gerados por novas operações, nas operações de dívida haveria a alternativa de se tomar a variação de saldos, ou seja, o resultado líquido entre novas emissões ou desembolsos e resgates ou vencimentos de emissões anteriores. Entretanto, optou-se por adotar os fluxos de desembolsos ou novas emissões por acreditar serem mais representativas de novas operações realizadas para financiar novos projetos de investimento das empresas ou a construção de novas residências pelas famílias.¹⁰

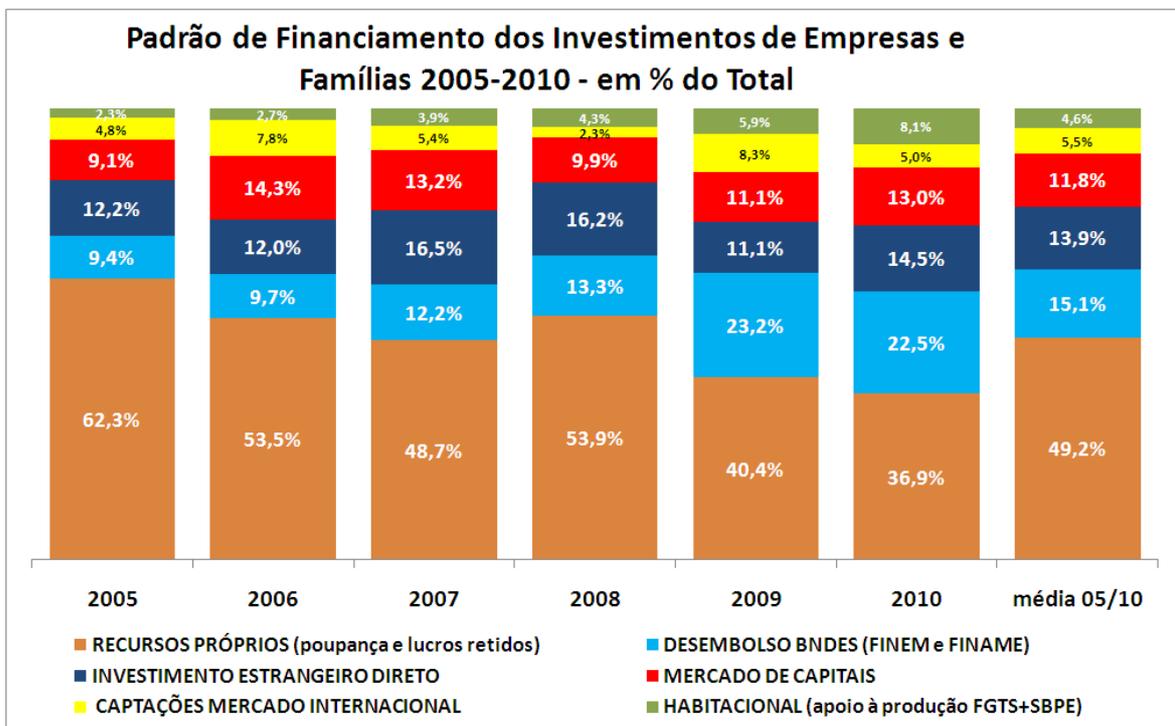
Nos anexos são apresentados os gráficos que descrevem o comportamento de cada fonte de recursos no período de 2005 a 2010, enquanto que na Tabela 02 são apresentadas estimativas feitas para cada ano do período de 2005 a 2010, bem como o padrão médio estimado. A parcela referente a recursos próprios foi 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.

¹⁰ É interessante lembrar que a estabilidade do saldo médio de empréstimos ou do estoque de títulos de dívida não significa a ausência de novas operações mas apenas que o valor destas é semelhante aos resgates ou amortização de operações feitas anteriormente. Idêntico critério é utilizado, por exemplo, pelo BNDES, para estimar o padrão de financiamento de investimentos na indústria e na infraestrutura.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 05

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

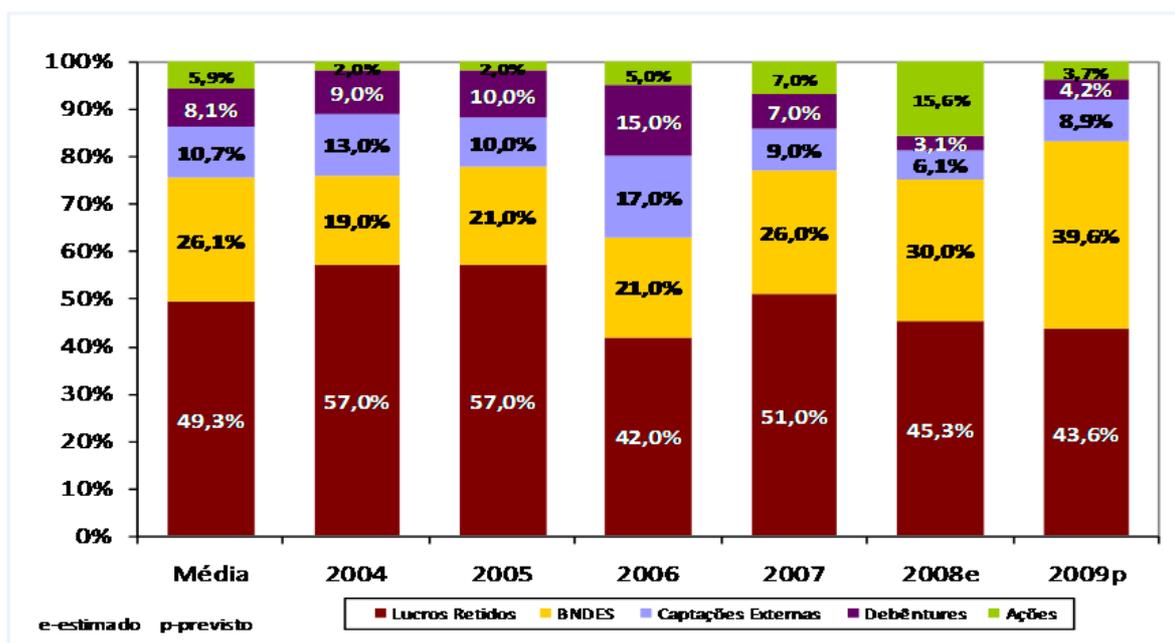
GRÁFICO 04



Evidentemente trata-se de estimativas preliminares e sujeitas a várias limitações. 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 par financiar parte dos investimentos. Apesar dessas limitações, é interessante registrar a proximidade dessas estimativas com aquelas calculadas pelo BNDES para o padrão de financiamento de investimentos industriais e de infraestrutura, apresentadas no Gráfico 05.

GRÁFICO 05

Padrão de financiamento dos investimentos em indústria e infraestrutura
2004-2009 – Elaboração BNDES¹¹



Muito embora os dados do BNDES se refiram exclusivamente ao financiamento de investimentos de empresas industriais e em projetos de infraestrutura, a semelhança de valores encontrados é notável. Registre-se, por exemplo, que a proporção de recursos próprios é praticamente a mesma nas duas estimativas, enquanto que as diferenças observadas na participação das demais fontes de financiamento apontam na direção que seria de se esperar levando em conta as diferenças dos setores considerados nos dois casos.

¹¹ Fonte: Ernani Torres Teixeira Filho - 3º Seminário de Finanças Corporativas – ANBIMA Superintendente da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico do BNDES.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 05

4. Simulação: financiamento de investimentos e a cobertura do déficit em contas correntes

Com base num conjunto de hipóteses sobre o padrão de financiamento dos investimentos em cenários de crescimento de 4,5 a.a. e 5,0% a.a., que correlacionados com taxas de investimento de 21% e 25% respectivamente, busca-se verificar nesta parte de que modo o mercado de capitais pode contribuir para o financiamento dos investimentos e do déficit em contas correntes.

A Tabela 02 resume o conjunto de hipóteses adotadas para a realização da simulação, tomando-se o padrão de financiamento dos investimentos privados do período de 2005 a 2010 como referencia.

TABELA 02
PADRÃO DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

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

a) as hipóteses se referem à participação das fontes de financiamento dos investimentos privados; admite-se que o investimento público se mantenha em 2,7% do PIB, nível mais elevado estimado para o período de 2005 a 2010, cujo financiamento se dará principalmente por dívida pública, caso a poupança do setor público se mantenha nos níveis dos últimos anos;

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 05

b) a escolha dessas hipóteses tenha alto grau de arbitrariedade; entretanto, procurou-se tomar por base o padrão de 2005 e 2010, ajustado de acordo com algumas tendências e projeções recentes:

i) **IED**: em ambos os cenários, admite-se que a entrada de investimento estrangeiro direto se mantenha nos níveis esperados pelo mercado, obtidos na pesquisa FOCUS do Banco Central;

ii) **RECURSOS PRÓPRIOS**: adotou-se o padrão 2005-2010 no cenário de 4,5% a.a. e o máximo observado nesse período no cenário de 5% a.a.;

iii) **BNDES**: no cenário de 4,5% a.a. a hipótese referente ao desembolso do BNDES de implica redução do valor financiado a partir de 2012, em linha com o que já está ocorrendo em 2011 e de acordo com o novo posicionamento oficial, pelo qual não se pretende manter transferências de recursos do Tesouro na magnitude observada em 2009 e 2010; no cenário de 5,0% a.a. essa restrição é abandonada, retornando-se ao nível máximo de participação do BNDES, equivalente a 23,2% do investimento privado;

iv) **HABITACIONAL**: no cenário de 4,5% a.a., adotou-se a hipótese de que a parcela relacionada com o financiamento habitacional dobrasse, ficando pouco acima do máximo histórico, admitindo a manutenção da forte crescimento desse setor nos próximos anos; no cenário de 5% essa participação é ainda mais elevada, para um nível 50% maior que o máximo histórico;

v) **CAPTAÇÃO EXTERNA (DÍVIDA)**: nos dois cenários, a participação das operações de captação de dívida externa pelo setor privado é colocada no seu máximo histórico, de 8,3% do investimento privado em 2009, consideravelmente superior à média de 5,5%, refletindo ainda um quadro de grande liquidez no mercado internacional. ;

Na Tabela 03 são apresentados os resultados da simulação feita utilizando-se as hipóteses da Tabela 02:

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 05

TABELA 03
RESULTADOS DA SIMULAÇÃO
% do PIB

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

Na Tabela 03, adotou-se o critério de computar todas as fontes de financiamento exceto financiamentos do mercado internacional e mercado de capitais, caracterizando essas duas fontes como “necessidade de financiamento adicional”. O objetivo é chamar a atenção para o fato de que, na insuficiência de oferta de fontes domésticas de financiamento de longo prazo, a maior probabilidade é a de que as maiores empresas do setor privado buscarão complementar sua necessidade de recursos no mercado internacional, recorrendo por exemplo a novas emissões de bônus nesse mercado.

Por exemplo, admitindo as hipóteses feitas, a simulação baseada num cenário de crescimento de 4,5% a.a. e taxa de investimentos de 21% do PIB mostra que empréstimos externos e mercado de capitais deveriam contribuir com cerca de 5% do

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 05

PIB para o financiamento dos investimentos. Desse modo, pode-se caracterizar pelo menos duas situações. Na primeira, o mercado de capitais mantém sua participação no padrão 2005/2010 (1,8%), o que exigiria quase triplicar a participação de novas operações de dívida externa privada para 3,2% contra 1,2% do PIB nos últimos 05 anos. Na segunda, a participação de novas operações de dívida externa do setor privado é mantida no máximo do período 2005/2010 (1,2% do PIB) e a contribuição do mercado de capitais precisa dobrar (de 1,8% para 3,8%).

No cenário de crescimento de 5,0% a.a, os números da simulação implicariam a necessidade de financiar o equivalente a 6,5% do PIB do investimento privado via mercado de capitais ou novas operações de dívida externa. Nesse caso, a manutenção da participação histórica do mercado de capitais em 1,8% do PIB exigiria elevar a participação de novos financiamentos externos para 4,7% do PIB, quadruplicando o percentual máximo observado no período de 2005 a 2010, que foi de 1,2% do PIB. Alternativamente, mantendo-se a participação de novas operações de dívida externa do setor privado no nível máximo de 2005/2010 (1,2% do PIB), a participação de fontes do mercado de capitais deveria triplicar (de 1,8% para 5,3% do PIB).

Na tabela 04 esses mesmos resultados são apresentados em R\$ bilhões de dezembro de 2010.

TABELA 04
RESULTADOS DA SIMULAÇÃO - R\$ BILHÕES DE 12/2010

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

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 05

Nas tabelas 03 e 04 e nos dois cenários de crescimento, adotou-se a hipótese de que as operações de dívida no mercado internacional se mantenham no nível máximo do período de 2005/2010, em relação ao PIB, atribuindo-se aos recursos a serem obtidos no mercado de capitais a complementação necessária para o financiamento dos investimentos privados.

5. Crescimento do mercado de capitais é solução superior ao aumento da dívida externa do setor privado

Não é difícil mostrar que o aumento de participação do mercado de capitais oferece uma solução superior para o financiamento dos investimentos e do déficit em contas correntes em relação ao aumento do endividamento do setor privado no mercado internacional:

- a) Transfere risco cambial para investidores estrangeiros;
- b) Participação de estrangeiros alonga prazos, como ocorreu com títulos públicos;
- c) Empresas menores e até empresas fechadas podem acessar mercado doméstico de dívida privada, enquanto que somente as maiores empresas tem acesso à captação de recursos no mercado externo.

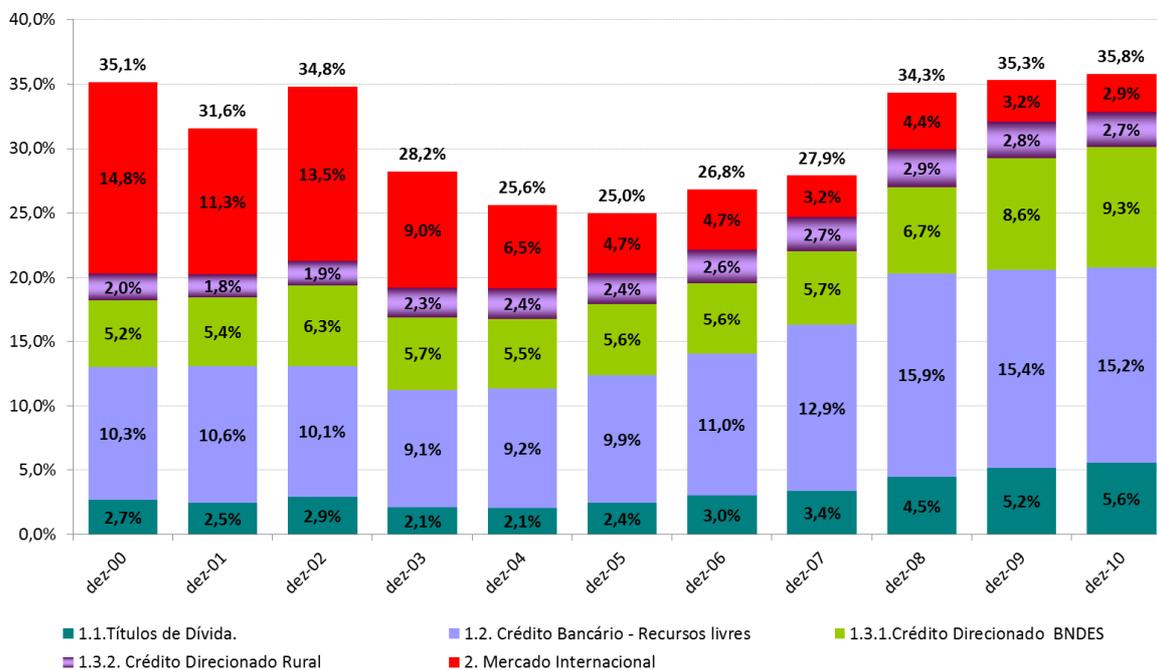
Essa proposição é reforçada por algumas constatações extraídas dos dados que refletem o modo pelo qual as empresas brasileiras tem se financiado e, especialmente, como tem financiado seus investimentos:

A evolução da composição do exigível financeiro de todas as empresas nacionais¹² no período de 2000/2010 demonstra a adoção o de uma política consistente de redução da exposição a risco cambial por parte das empresas nacionais. No gráfico 06, verifica-se que no período de 2000 a 2010 tem ocorrido um contínuo processo de substituição de fontes externas por fontes internas de financiamento.

¹² Estimativas do modelo de contas financeiras do CEMEC do exigível consolidado de todas as empresas nacionais (capital aberto e capital fechado) levando em consideração os saldos de todas as fontes de recursos de dívida: crédito bancário doméstico e internacional e colocação de instrumentos de dívida no mercado de capitais brasileiro e no exterior (bonds & notes)

GRÁFICO 06

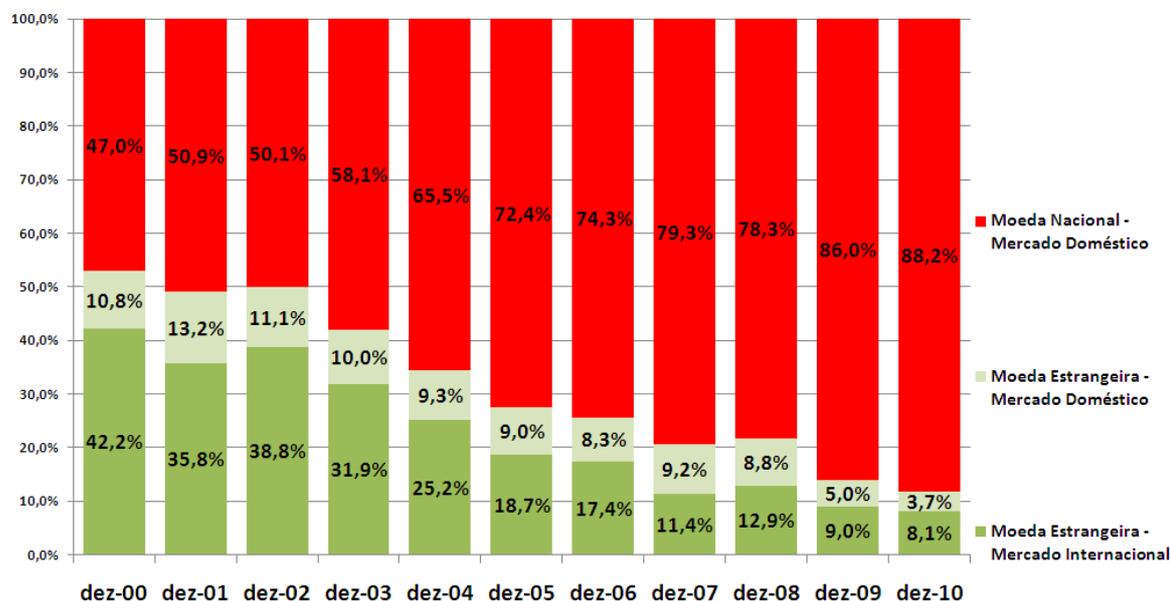
Exigível financeiro de pessoas jurídicas não financeiras - % PIB



No gráfico 07, em que é apresentada a evolução da composição porcentual do exigível financeiro das empresas brasileiras, verifica-se que a redução da exposição ao risco cambial não ocorreu somente pela substituição de fontes externas por fontes internas de financiamento. Consta-se movimento semelhante de redução saldo de dívida em moeda estrangeira também nas operações de repasse feitas no mercado doméstico, mas também indexadas a moeda estrangeira. A participação dos recursos indexados a moeda estrangeira se reduziu de 53% em 12/2000 para apenas 11,8% em 12/2010, como resultado da queda de participação das operações feitas no mercado internacional (de 42,2% para 8,1%) e das operações feitas no mercado doméstico indexadas a moeda estrangeira (de 10,8% para 3,7%). É interessante registrar que essa tendência foi mantida mesmo a partir de 2005/2006, período em que a redução do risco país e condições de liquidez do mercado internacional teriam permitido acesso a recursos externos em condições favoráveis.

GRÁFICO 07

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



Por sua vez, a análise do modo pelo qual as companhias abertas tem financiado seus investimentos no período de 2000 a 2010¹³ sugere que o acesso a mercados de dívida é fator da maior importância para viabilizar o financiamento do investimento dessas empresas. Enquanto a evolução dos recursos próprios (patrimônio líquido) mostra uma tendência relativamente uniforme de crescimento ao longo do período, a evolução do exigível financeiro apresenta correlação mais elevada com os ciclos de investimento. O gráfico 08 resume os resultados obtidos para o consolidado de todas as companhias abertas, exceto Petrobrás e Vale¹⁴, que registra a evolução do investimento, definido como a variação dos saldos do ativo total ano a ano e as correspondentes variações de patrimônio líquido e do exigível financeiro total. Verifica-se que o coeficiente de correlação do investimento com a variação do exigível financeiro é de 0,83, enquanto que o mesmo coeficiente calculado para o patrimônio líquido é de 0,43.

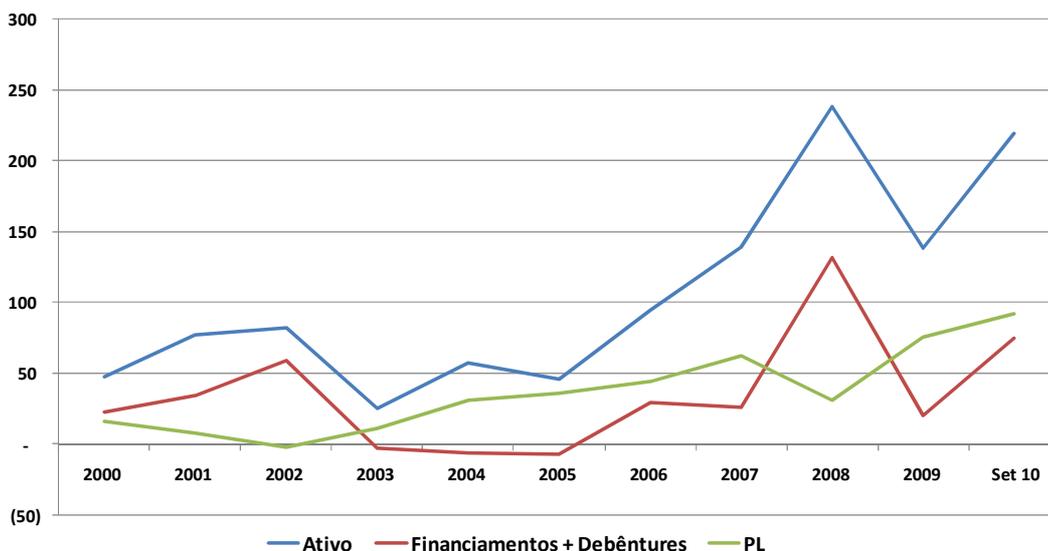
¹³ Pesquisa do CEMEC, ainda não concluída, fez a consolidação do balanço de todas as empresas de capital aberto no período de 2000 a 2010 com base nos dados da Economatica; estima-se que no período 2005/2010 o investimento no imobilizado dessas empresas represente cerca de 30% da formação bruta de capital fixo das empresas não financeiras. Ver TDI CEMEC 04 – Financiamento do Investimento das Companhias Abertas Brasileiras – www.cemec.ibmec.org.br.

¹⁴ Verifica-se que os dados para a Petrobras e a Vale sugerem maior utilização relativa de recursos próprios quando comparadas com as demais companhias abertas; é possível que o maior acesso dessas empresas ao mercado acionário internacional seja um dos fatores que expliquem essa diferença.

GRÁFICO 08

**INVESTIMENTOS, RECURSOS PRÓPRIOS E DÍVIDA - CONSOLIDADO DAS
COMPANHIAS ABERTAS EXCETO PETROBRAS E VALE (*)**

Período 2000 – 2010 - em R\$ bilhões nominais



(*) Variação de saldos do balanço consolidado de todas as companhias abertas exceto Petrobras e Vale, ano a ano, para todas as companhias com dados disponíveis nos dois períodos de comparação.
Fonte: TDI CEMEC 04 – Financiamento do investimento das companhias abertas brasileiras – Junho 2011; - www.cemec.ibmec.org.br.

Uma interpretação dessa evidência é a de que nesse período, uma vez tomadas as decisões de investimento, as empresas buscam gerar os recursos necessários para seu financiamento prioritariamente mediante operações de dívida. O aumento de seus recursos próprios, mediante retenção de lucros ou emissões primárias de ações, se dá de modo mais continuado e estável, provavelmente para manter níveis de endividamento considerados confortáveis.

Algumas condições também evidenciadas nessa pesquisa reforçam a racionalidade desse procedimento:

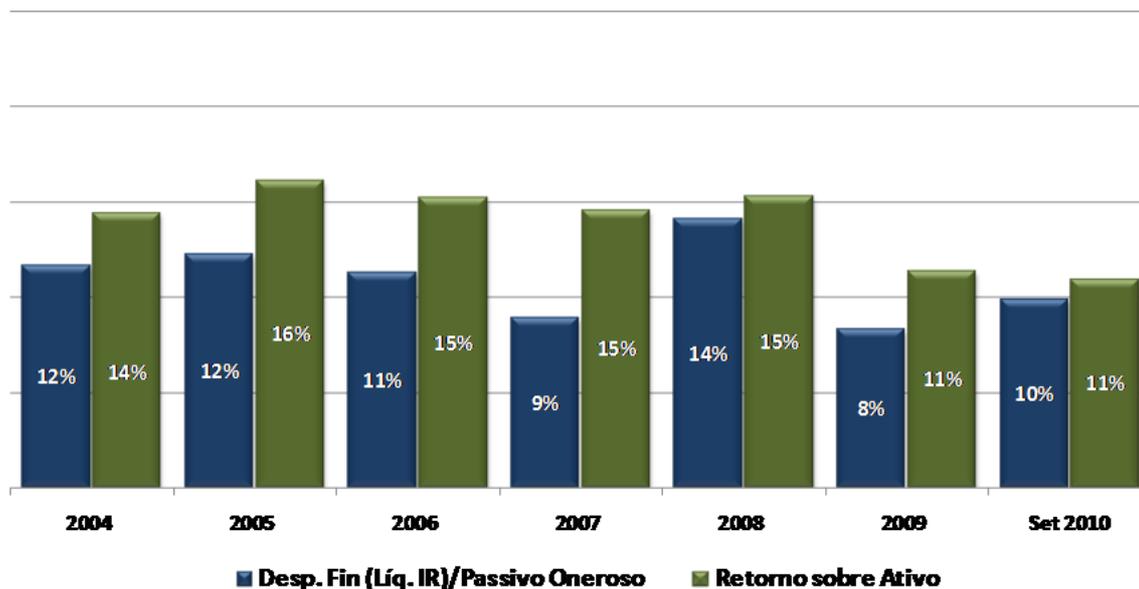
- a) A taxa de retorno do ativo tem superado o custo médio do exigível financeiro, líquido do imposto de renda, fazendo com que o financiamento via dívida possa ter impacto positivo sobre a rentabilidade do capital próprio. No gráfico 09 são apresentadas as estimativas do custo médio do exigível

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 05

financeiro (despesas financeiras/saldo médio do exigível financeiro) e da taxa de retorno sobre ativos, calculados ano a ano n período de 2000 a 2010.

GRÁFICO 09

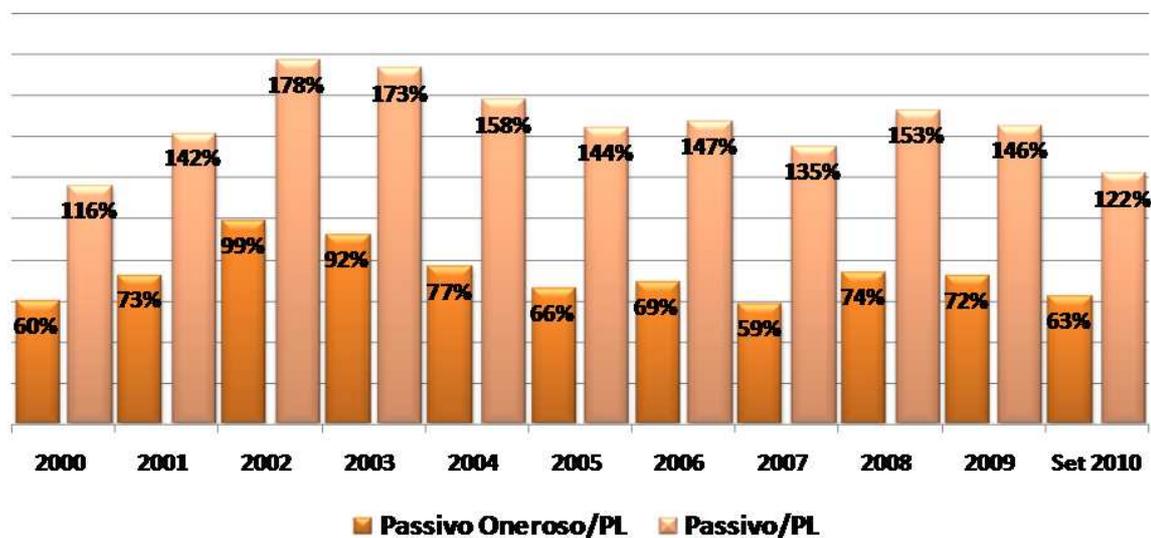
BALANÇOS CONSOLIDADOS DAS CIAS ABERTAS: CUSTO MÉDIO DO EXIGÍVEL FINANCEIRO E TAXA DE RETORNO DO ATIVO - 2004/2010 - %



- b) No balanço consolidado, os índices de alavancagem (exigível financeiro /patrimônio líquido) tem se reduzido nos últimos anos e sugerem a existência de margem adicional de endividamento.

GRÁFICO 10

BALANÇOS CONSOLIDADOS DAS CIAS ABERTAS - ÍNDICES DE
ENDIVIDAMENTO



Em resumo, os dados disponíveis mostram que as empresas brasileiras como um todo tem optado em substituir o endividamento externo e por fontes domésticas de financiamento, ao mesmo tempo em que tem reduzido continuamente sua exposição a moeda estrangeira e ao risco cambial, mesmo nos últimos anos, em que as condições de acesso ao mercado internacional tem favorecido essas empresas. Por outro lado, a evidência obtida para as companhias abertas sugere que as operações de dívida têm alta correlação com os ciclos de investimento, sugerindo a importância das condições de acesso dessas empresas ao mercado de dívida para o financiamento de investimentos. A observação do comportamento do consolidado das companhias abertas sugere que os ciclos de investimento são financiados prioritariamente por operações de dívida, complementadas ao longo do tempo por recursos próprios, na forma de retenção de lucros e aumentos de capital.

6. Condições para aumentar a participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos

A complementação da mudança de política governamental iniciada com a MP517 de 30/12/2010 em relação ao mercado de dívida privada e a implementação do Novo Mercado de Renda Fixa proposto pela ANBIMA podem criar as condições para dobrar a participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos privados.

Até o momento a oferta doméstica de recursos de longo prazo para o financiamento de investimentos tem sido insuficiente e concentrada no BNDES. Fontes oficiais reconhecem que política adotada nos últimos anos, com suprimento de recursos de dívida pública transferidos ao BNDES (mais de R\$ 200 bilhões em 2009 e 2010) e emprestados a taxas subsidiadas para grandes empresas não é sustentável, além de inibir mercado de capitais.

O mercado de dívida privada no Brasil é pequeno e sem liquidez, o que compromete sua funcionalidade, como alternativa para gerar recursos de longo prazo para o financiamento dos investimentos privados; mercado de dívida é muito menos desenvolvido que o mercado acionário¹⁵. Pelo menos até dezembro de 2010, vários fatores de inibição têm atuado no sentido de inibir o desenvolvimento desse mercado:

i. Competição dos títulos públicos:

- a. **Carga da dívida pública:** volume de títulos da dívida pública em mercado se mantém no mesmo nível de 2000, em torno de 45% do PIB; se acrescentado o saldo das operações compromissadas do Banco Central, esse percentual se situa em nível muito superior ao observado em 2000, atingindo 53% do PIB em dezembro de 2010;
- b. **Condições para o investidor:** Os papéis da dívida pública oferecem alta rentabilidade, risco de crédito praticamente nulo e alta liquidez, sendo que cerca de 30% ainda são indexados à SELIC, isentos de

¹⁵ Comparativamente, a capitalização do mercado acionário dos EUA em relação ao PIB é 1,7 vezes maior que a do Brasil, enquanto que a capitalização do mercado de dívida privada é 5,2 vezes maior que o brasileiro.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 05

portanto de risco de mercado. Para competir, os papéis privados precisam oferecer prêmio de risco que compensem o risco de crédito e a baixa liquidez. Para enfrentar a indexação pela SELIC, a maior parte das debêntures tem sido emitida com indexação pelo CDI. Para um papel de longo prazo, frequentemente utilizado para financiar investimentos a indexação do CDI representa alto risco para as empresas emissoras, descasando taxas de retorno do ativo e custo do passivo financeiro. Esse descasamento tende a se agravar exatamente nos períodos de política monetária restritiva, em que a consequente redução da demanda contribui para deprimir a taxa de retorno das empresas.

ii. Discriminação tributária e regulatória e o papel do BNDES

As aplicações de investidores estrangeiros em títulos da dívida pública são isentos do imposto de renda desde fevereiro de 2006. Até dezembro de 2010; suas aplicações em títulos de dívida privada eram tributadas. No plano regulatório, mesmo para os títulos de crédito privado de baixo risco de crédito são fixados limites estritos à participação desses papéis na carteira de investidores institucionais e requeridos maiores provisões de capital no caso de instituições financeiras.

Historicamente, o BNDES tem tido iniciativas muito positivas para o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa, como é o caso das debêntures da BNDESPAR e a estruturação de modelos de financiamento combinando dívida e emissão de ações. Por outro lado, embora se reconheça o relevante papel desempenhado pelos bancos oficiais na moderação dos efeitos da crise de 2008 e 2009, compensando especialmente a restrição de crédito dos bancos privados, deve-se registrar que a continuidade da expansão das operações baseada em transferência de recursos do Tesouro provavelmente representou nesse período fator adicional de inibição do mercado de capitais. Ao mesmo tempo em que colocação de dívida pública representou captação adicional de poupança privada que de outro modo poderia ser dirigida para títulos privados,

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 05

sua aplicação na forma de crédito a taxas subsidiadas certamente desestimulou a emissão de títulos do mercado de capitais em favor da captação de financiamentos do BNDES.

iii. Mercado secundário pequeno e sem liquidez

O mercado secundário das debêntures, principal título de dívida corporativa, é pequeno e de baixa liquidez, fator que limita fortemente a colocação de papéis de longo prazo requeridos para o financiamento de investimentos. Essas características inibem até a participação mais intensa de investidores institucionais com horizontes de investimento de longo prazo, como é o caso de fundos de pensão, seja porque a ausência de liquidez compromete a devida precificação dos papéis seja porque esses investidores também precisam de liquidez para promover os ajustes de sua carteira em paralelo com as mudanças de seus compromissos atuariais. Vários fatores tem atuado para inibir a liquidez do mercado secundário, muitos deles interdependentes, destacando-se os critérios de tributação, especialmente aqueles relacionados com a tributação dos cupons de juros, a ausência de padronização de contratos, pequena participação de investidores de menor porte e ausência de atuação de formadores de mercado,

A partir de 2011, a implementação e complementação de iniciativas do Governo e do setor privado podem criar as condições para mudar fundamentalmente esse quadro. Em fins de 2010, com a edição da MP517, de 30/12/2010, o governo dá início a nova política. Obedecidas algumas condições, investidores estrangeiros e pessoas físicas terão isenção e empresa pagará 15% de imposto de renda na fonte nos rendimentos de debêntures destinadas a financiar investimentos, que tenham prazo médio de amortização superior a 4 anos. Além disso, foi dada isenção para estrangeiros que apliquem em debêntures emitidas por sociedades de propósito específicos para execução de projetos de infraestrutura. Ao mesmo tempo foi anunciada uma nova política para o BNDES, com o anúncio de menores transferências do Tesouro a partir de 2012 e sua participação direta no apoio ao desenvolvimento do mercado de capitais.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS TDI CEMEC 05

Do lado do setor privado, em abril último de 2011 foi lançado o projeto da ANBIMA do *Novo Mercado de Renda Fixa* propondo a criação de condições para o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de dívida privada, projeto esse que foi objeto de dialogo e apoio dos órgãos reguladores e do BNDES. De modo análogo ao Novo Mercado da BOVESPA, o projeto do *Novo Mercado de Renda Fixa*¹⁶, de livre adesão par os emissores de dívida, propõe mudanças institucionais, incluindo maior proteção ao investidor na forma de mais transparência e altos padrões de governança. Busca reduzir custos de transação e criar melhores condições para aumentar a liquidez: com a proposta de uma maior grau de padronização dos contratos, atuação de *market maker* e criação de fundos de liquidez.. Além disso, o no Novo Mercado não se aceita indexação pelo CDI, limitada a índices de preços ou taxas pré-fixadas.

Compõem ainda o Projeto da ANBIMA propostas de medidas tributárias complementares, destacando-se aquela que substitui o critério atual, que aplica tributação decrescente do imposto de renda em função do tempo de permanência do papel com o mesmo investidor a aplicação de tributação decrescente, para uma tributação decrescente em função do prazo do titulo.

É razoável supor que a complementação da política governamental e o detalhamento e execução do Projeto do Novo Mercado de Renda Fixa possam reunir as condições necessárias para dinamizar o mercado de dívida corporativa e assim aumentar a oferta e alongar os prazos de financiamento em moeda nacional para o setor privado.

De qualquer modo deve-se lembrar que a ampliação dos recursos de poupança que podem ser destinados a financiar investimentos públicos ou privados exige a recuperação da poupança do setor público e a redução da carga da dívida pública de modo a promover uma redução sustentável da taxa de juros e eliminação da SELIC como indexador de títulos públicos.

¹⁶ Íntegra do projeto disponível no site da ANBIMA: www.anbima.com.br .

7. Mercado de capitais e o financiamento do investimento privado: algumas observações finais

Admitindo que a sustentação de taxas de crescimento da ordem de 4,5% a.a. exige taxas de investimento próximas de 21% do PIB e dadas a insuficiência e dificuldade de promover aumentos significativos da poupança interna em curto prazo, hoje da ordem de 16% a 17% do PIB, existem razões para acreditar que a complementação de poupança externa será indispensável nos próximos anos para sustentar aquele crescimento. Nesse contexto, o financiamento dos investimentos para a manutenção dessas taxas de crescimento envolve duas questões, a saber, a mobilização da poupança interna e o financiamento do déficit em contas correntes.

O mercado de dívida privada pode cumprir papel relevante na oferta de recursos de longo prazo e substituir dívida externa do setor privado no financiamento do déficit em contas correntes, na medida em que existam condições não restritivas para a entrada de investimento estrangeiro em carteira. É uma solução superior ao aumento do endividamento privado no exterior, seja porque transfere o risco cambial para os investidores estrangeiros, seja porque o mercado de dívida corporativa pode ser acessado por empresas de menor escala, inclusive por empresas de capital fechado.

Utilizando como base o padrão médio de financiamento de investimentos privados do período 2005 a 2010, e adotando a hipótese em que novas operações de dívida externa do setor privado sejam mantidas no maior percentual do PIB observado nesse período, simulações sugerem que participação do mercado de capitais deveria dobrar de 1,8% para cerca de 3,8% do PIB para sustentar crescimento da ordem de 4,5% a.a. Mantidas as mesmas hipóteses para a dívida externa do setor privado, no cenário de crescimento de 5% a.a a participação do mercado de capitais deveria triplicar, para 5,3% do PIB.

Uma avaliação preliminar das condições do mercado de capitais doméstico para corresponder a essas expectativas, mostra que o mercado de ações já oferece potencial

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS TDI CEMEC 05

suficiente¹⁷ enquanto que o cenário dos últimos anos tem comprometido a oferta de financiamento de longo prazo e o desenvolvimento do mercado de dívida privada. Trata-se de mercado relativamente pequeno e de baixa liquidez, cujo desenvolvimento tem sido inibido por vários fatores, que vão desde a competição dos títulos públicos, alta taxa de juros e critérios de tributação até a falta de padronização de contratos. A criação de condições de liquidez no mercado secundário é essencial para viabilizar o alongamento dos prazos dos papéis. A importância do desenvolvimento do mercado de dívida corporativa é ratificada pelos resultados preliminares de pesquisa do CEMEC sobre o financiamento de investimentos nas companhias de capital aberto. Essa pesquisa mostra a existência de elevada correlação entre os ciclos de investimento e o uso de instrumentos de dívida para seu financiamento nesse período.

Desde fins de 2010, iniciativas do Governo e do setor privado mudam favoravelmente as perspectivas do mercado de dívida corporativa no Brasil. A nova política oficial combina a edição da MP517 em 30/12/2010, que entre outros pontos cria melhores condições para a participação de investidores estrangeiros no mercado de dívida, com o anúncio de um novo posicionamento para o BNDES mais favorável ao desenvolvimento do mercado de capitais. Do lado do setor privado, a ANBIMA apresentou em abril último a proposta de criação do *Novo Mercado de Renda Fixa*, mercado de adesão voluntária e que estabelece uma série de condições de transparência e governança em favor do investidor, ao mesmo tempo em que contém medidas para estimular o mercado secundário com a criação de fundos de liquidez, a padronização de contratos e o aperfeiçoamento da tributação.

A implementação do Novo Mercado de Renda Fixa, prevista para ocorrer até fins de 2011 e a complementação da política iniciada com a MP517 podem criar as condições necessárias para o desenvolvimento do mercado de dívida privada e a efetiva participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos e sustentação do crescimento. Não se pode ignorar, entretanto, as limitações impostas pela insuficiência da poupança interna, cuja superação depende principalmente da recuperação da poupança do setor público.

¹⁷ Deve-se lembrar que a emissão de ações da Petrobras, realizada em setembro de 2010, continua sendo a maior operação desse tipo feita na economia mundial.