

NOTA CEMEC 03/2020

Poupança, Investimento e o Padrão de Financiamento do Investimento 4T 2019

MARÇO 2020

Sumário

SUMÁRIO EXECUTIVO	3
1. Estimativa do CEMEC Fipe: Investimento e poupança dos setores público e privado no critério das Contas Nacionais de 2017 a 2019	5
2. Visão macroeconômica: investimento e poupança na economia brasileira	10
Fonte: IBGE Contas Nacionais Trimestrais	10
3. Padrão de financiamento dos investimentos de empresas e famílias	17
Fonte: IBGE e CEMEC	17
4. Anexo 01	22
5. ANEXO 02	25

Poupança, Investimento e o Padrão de Financiamento do Investimento

4T 2019

SUMÁRIO EXECUTIVO

O objetivo desta nota CEMEC 03/2020 é apresentar as estimativas atualizadas da poupança e do investimento do setor público e do setor privado e do padrão de financiamento do investimento de empresas e famílias no período de 2006 até 2019.

Na ausência de dados do IBGE separando a poupança e o investimento entre o setor público e o setor privado, na primeira parte desta Nota é apresentada a metodologia utilizada pelo CEMEC Fipe para realizar essas estimativas. A análise realizada com o uso dessas estimativas demonstra a importância dessa segregação para um entendimento correto do que tem acontecido com a economia brasileira nos últimos anos.

As principais observações são as seguintes:

1. Entre 2017 e 2019 a taxa de poupança externa salta para quase 3% do PIB, num período em que a taxa de investimento está em níveis historicamente muito baixos, como resultado de uma queda acentuada de 1,4p.p. do PIB da taxa doméstica de poupança para 12,2%, a menor taxa desde a criação das contas nacionais em 1947, igual à observada no ano 1952, combinada com um modesto crescimento de 0,5p.p. do PIB .
2. As estimativas do CEMEC Fipe mostram que essa queda resulta integralmente da redução da taxa de poupança do setor privado de 3,4p.p. do PIB (de 19,8% em 2017 para 16,4% em 2019), de vez que o setor público tem apresentado redução de sua taxa negativa de poupança de (-) 6,17% para (-) 4,23% do PIB;
3. Parece razoável supor que a queda da taxa de poupança doméstica tenha sido gerada pela redução da taxa de poupança das famílias, que depois de atingir em 2015 e 2016 os níveis mais elevados desde 2005, pode ter caído para valores mais próximos de sua média histórica. Reforça ainda essa hipótese a constatação de que as maiores empresas abertas e fechadas do país aumentaram sua taxa de poupança com aumento do volume de lucros retidos em relação ao PIB entre 2017 e 2019.
4. A poupança do setor privado, que financiava 86% da necessidade de financiamento do setor público em 2017 reduziu sua participação para 52% em 2019, em favor da poupança externa, que passou a participar com 48%.

5. As estimativas feitas mostram que o investimento público continua em nível muito baixo, participando com apenas 12% do total em 2019. No período de 2014 a 2019 ocorre acentuada queda da taxa de formação bruta de capital fixo de empresas e famílias, de 4,6 p.p. (de 18,2% para 13,59% do PIB). Essa redução inclui desinvestimento em estoques em 2019, evento que ocorre em quatro dos cinco anos do período 2015 a 2019, atribuído nesta nota à rotineira frustração de expectativas de crescimento enfrentada pelas empresas nos últimos anos.
6. A mudança do padrão de financiamento dos investimentos de empresas e famílias desde 2015 e até 2019 tem sido dramática, evidenciada pela forte mudança da participação das fontes de financiamento de médio e longo prazo, sendo que em 2019 recursos externos, recursos próprios e mercado de capitais participam com quase 75%; queda da taxa de juros e nova posição do BNDES são os principais fatores de mudança. Essas mudanças podem ser resumidas da seguinte forma:
 - a. Recursos próprios: queda acentuada de 47,0% para apenas 31,2%, o menor percentual desde 2006;
 - b. Recursos externos: salta de 26% em 2015 para 38,1% em 2019, dos quais 31,6% são investimentos diretos e 6,5% financiamentos internacionais¹;
 - c. Mercado de capitais: 22,0% em 2019, o maior valor da série, maior que o dobro de 2015//2016, na faixa de 9% a 10%;
 - d. BNDES: redução de participação de 11,2% em 2015 para 4,2% em 2019

¹ Destaca-se no texto que os dados de investimento direto estrangeiro incluem empréstimos intercompanhias e aquisição de participações em empresas nacionais, superestimando a importância de recursos estrangeiros no financiamento de investimento em capital fixo ou aumento de estoques.

1. ESTIMATIVA DO CEMEC FIPE: INVESTIMENTO E POUPANÇA DOS SETORES PÚBLICO E PRIVADO NO CRITÉRIO DAS CONTAS NACIONAIS DE 2017 A 2019

Os dados das Contas Nacionais Integradas do IBGE referentes à poupança e à formação bruta de capital fixo, embora atualizados recentemente até o ano de 2019, não discriminam os valores atribuídos ao setor público e ao setor privado no período de 2017 a 2019. Não obstante essas sejam informações importantes para a análise macroeconômico em qualquer período, como se verificará adiante, exatamente nos últimos anos essa segregação adquire especial relevância, tendo em vista a necessidade de apurar a origem da forte queda da taxa doméstica de poupança combinada com aumento considerável da taxa de poupança externa no financiamento da modesta elevação da formação bruta de capital fixo.

Nessas condições, o CEMEC Fipe assumiu mais uma vez a tarefa de fazer estimativas próprias da poupança e formação bruta de capital fixo do setor público, de modo a fazer essa segregação e a obter os valores correspondentes do setor privado, por diferença.

O processo de obtenção a obtenção de estimativas do CEMEC Fipe da poupança e da formação bruta de capital fixo do setor público para 2017, 2018 e 2019 pode ser resumido da seguinte forma:

- a. As **Contas Econômicas Integradas (CEI)** do IBGE fornecem os dados do Governo Geral (Federal, Estadual e Municipal) com respeito à poupança e formação bruta de capital fixo e são disponíveis para o período de **2000 a 2016**.
- b. O IBGE também publica a **Conta Intermediária o Governo (CIG)**, disponível de **2010 a 2018**. Essa conta também inclui a poupança e a formação bruta de capital fixo do setor institucional “Governo Geral”.
- c. Porém, existem diferenças de fontes e critérios de consolidação entre as Contas econômicas Integradas (CEI) e a Conta Intermediária do Governo (CIG)² que fazem com que as estimativas da poupança e FBCF das duas fontes diverjam.
- d. Para obter estimativas de poupança e FBCF compatíveis com os dados das Contas Econômicas Integradas (CEI) para o período de 2017 a 2018, foi utilizada a correlação existente entre os dados das CEI e os dados da CIG respectivamente

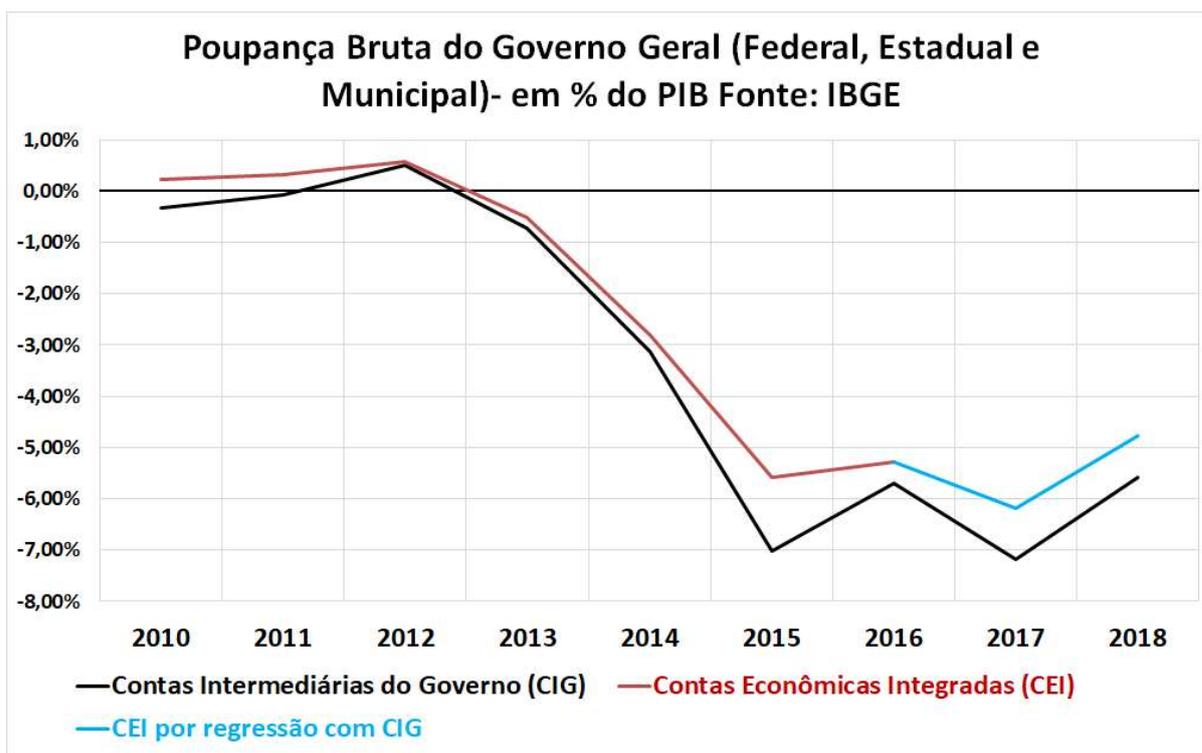
² No **Anexo 01** são analisadas as Diferenças entre a Conta Intermediária de Governo (CIG) e as Contas Econômicas Integradas - CEI

para a poupança e a FBCF do setor público, no período em que ambas são disponíveis, entre 2010 e 2016.

- e. Assim, foram estimados modelos de regressão linear simples entre as duas séries, com resultados estatisticamente significantes ³, obtendo assim entre estimativas de boa qualidade da poupança e formação bruta de capital fixo do Governo Geral (Federal, Estadual e Municipal) para os anos onde as contas econômicas integradas ainda não são disponíveis: 2017 e 2018.

Os resultados para a poupança bruta do Governo Geral são apresentados no **Gráfico 01**, em que as estimativas para 2017 e 2018 (em azul) no conceito das CEI foram obtidas com o uso do citado modelo de regressão.

GRÁFICO 01

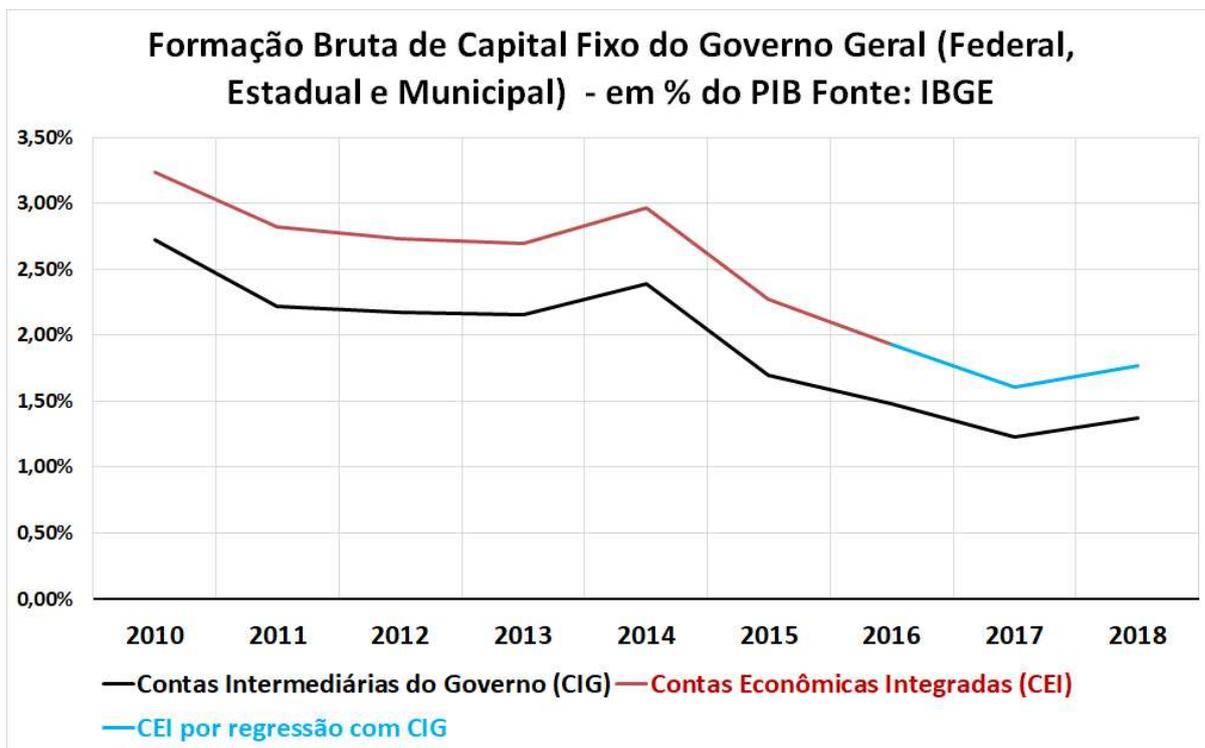


Fonte: IBGE: Contas Econômicas Integradas (CEI) e Contas Intermediárias do Governo (CIG)

³ As duas regressões têm R-quadrado ajustado acima de 93% e os coeficientes são aceitos com nível de confiança de 1%.

No **Gráfico 02** são apresentadas as estimativas obtidas para a formação bruta de capital fixo do Governo Geral no conceito das CEI para 2017 e 2018 representadas em azul.

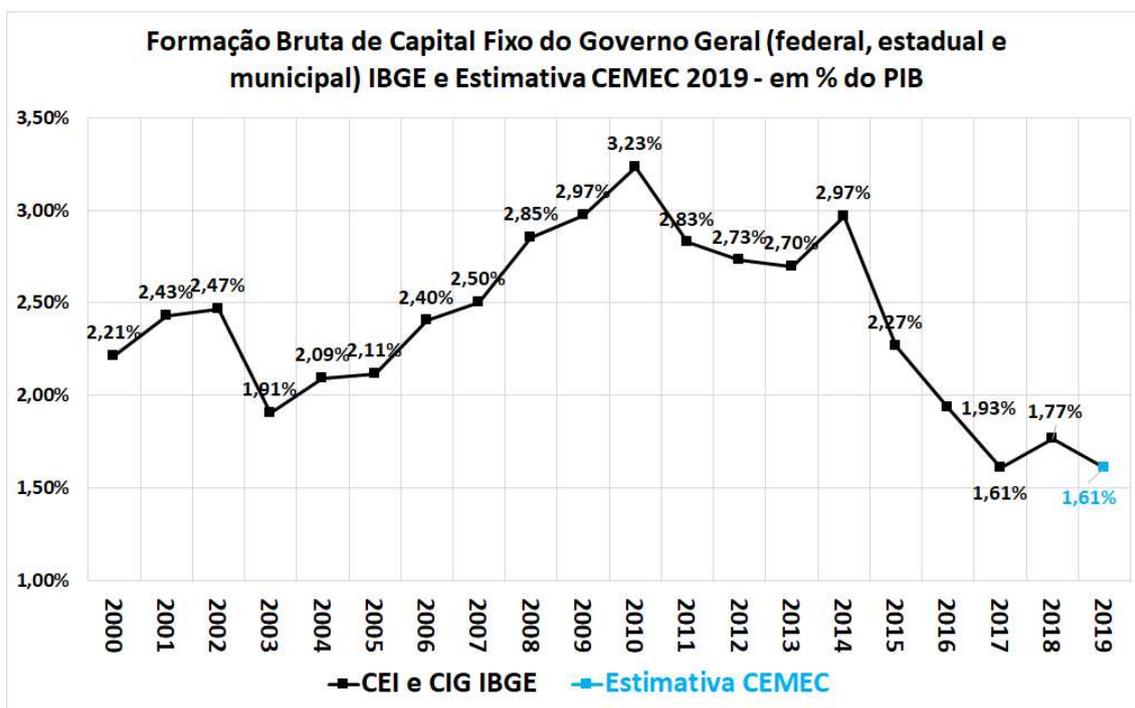
GRÁFICO 02



Fonte: IBGE: Contas Econômicas Integradas (CEI) e Contas Intermediárias do Governo (CIG)

O resultado das estimativas da FBCF do Governo Geral no conceito das Contas Econômicas Integradas (CEI) é apresentado no **Gráfico 03**, onde as estimativas de 2017 e 2018 resultam da projeção do referido modelo de regressão e o percentual de 2019 foi divulgado recentemente pelo Tesouro Nacional.

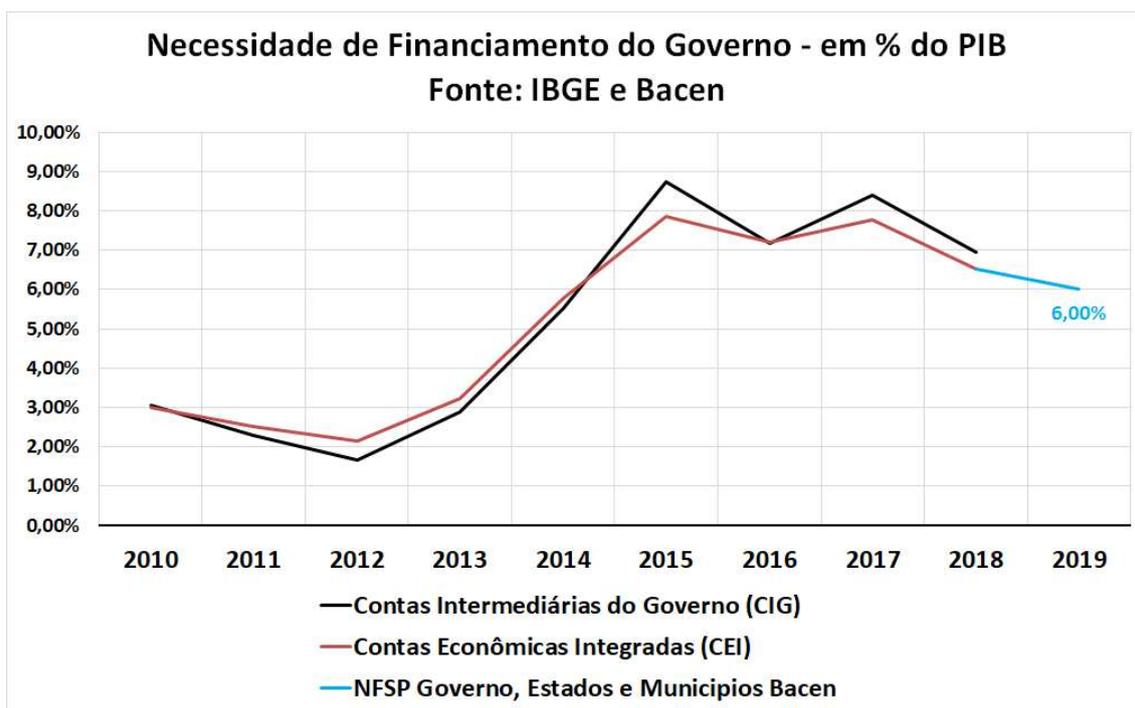
GRÁFICO 03



Fonte: IBGE: Contas Econômicas Integradas (CEI) e Contas Intermediárias do Governo (CIG) e Tesouro Nacional para 2019

Para obter uma estimativa da poupança bruta do Governo/PIB de 2019, a estimativa da FBCF/PIB de 2019 foi somada com a Necessidade de Financiamento do Governo (NFSP do Governo em % do PIB) e com a Necessidade de Financiamento dos Estados e Municípios (NFSP dos estados e municípios em % do PIB), ambas calculadas mensalmente pelo Bacen. No **Gráfico 04** é apresentada a evolução da NFSP dos três níveis de Governo nos conceitos das CEI e das CIG no período de 2010 e 2018 e o valor adotado para 2019 com base nos dados do BACEN.

GRÁFICO 04



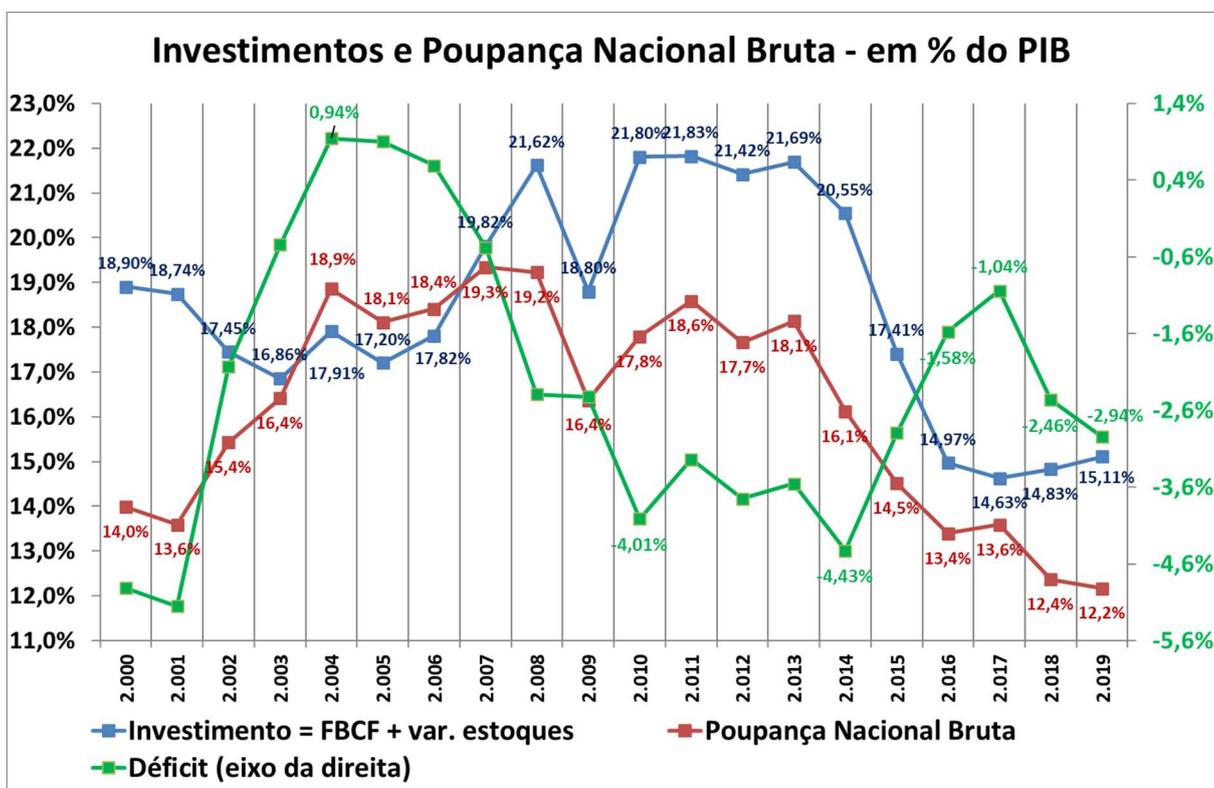
Fonte: Gráficos 1 e 2

Com essas estimativas do CEMEC Fipe da formação bruta de capital fixo e da poupança do setor público, foi possível obter por diferença as estimativas correspondentes para o setor privado, utilizadas nesta Nota.

2. VISÃO MACROECONÔMICA: INVESTIMENTO E POUPANÇA NA ECONOMIA BRASILEIRA

No **Gráfico 05** são apresentados os dados de contas nacionais do IBGE, contendo a evolução da taxa de investimentos (formação bruta de capital de fixo mais variação de estoques), e das taxas de poupança interna e externa em relação ao PIB da economia brasileira no período de 2000 a 2019.

GRÁFICO 05



Fonte: IBGE Contas Nacionais Trimestrais

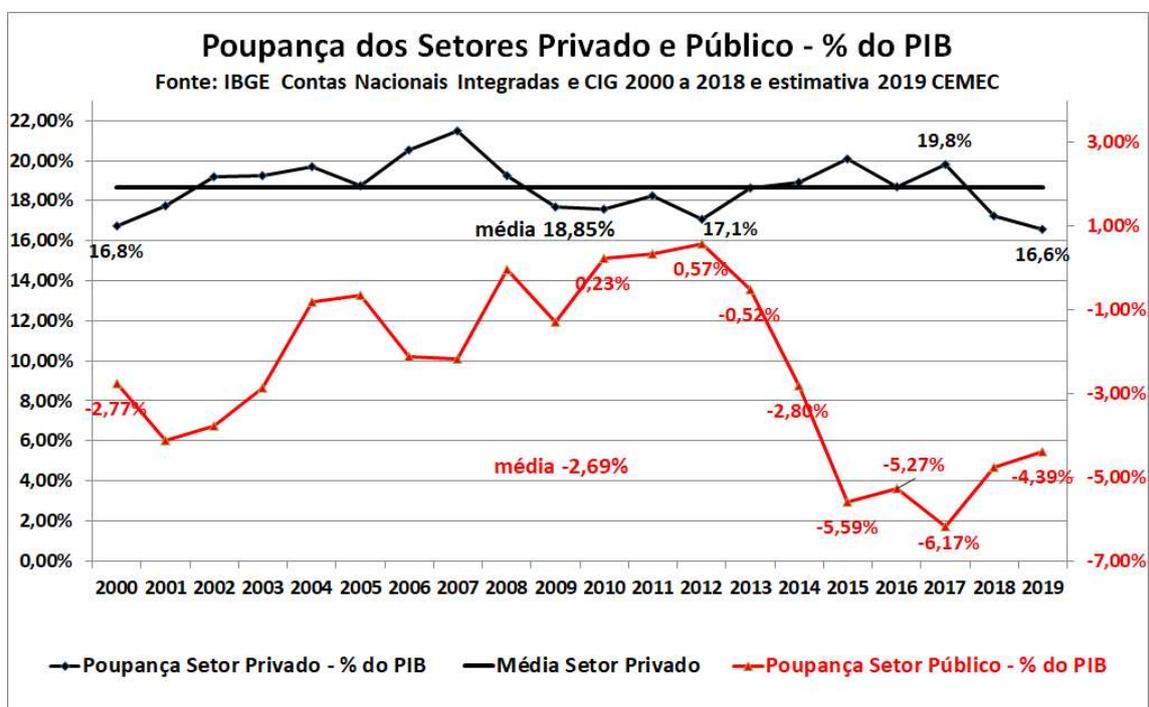
2.1 Aumento da taxa de poupança externa e a queda da poupança doméstica

Tem chamado a atenção de analistas o aumento do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, que corresponde à taxa de poupança externa de quase 2p.p. do PIB (de 1,04% para 2,94% PIB) entre 2017 e 2019, num período em que a taxa de investimento está em níveis historicamente muito baixos. Verifica-se que a maior parte desse aumento resulta da acentuada queda da taxa de poupança nacional bruta, de 1,4p.p. do PIB (de 13,6% para 12,2%) combinada com um modesto aumento de 0,5p.p. da taxa de

investimento. A taxa de 12,2% de poupança doméstica é a menor do período analisado e também é a menor desde a criação das contas nacionais em 1947, igualada somente em 1952.

É possível constatar que essa queda resulta integralmente da redução das taxas de poupança do setor privado, de vez que o setor público tem apresentado redução de sua taxa negativa de poupança desde 2017. Como se vê no **Gráfico 06**, ao mesmo tempo em que a taxa de poupança negativa do setor público se reduz de (-) 6,17% para (-) 4,39% do PIB, a taxa de poupança do setor privado apresenta forte redução de 3,2p.p. do PIB, de 19,8% para apenas 16,6%, o menor valor desde o ano 2.000.

GRÁFICO 06

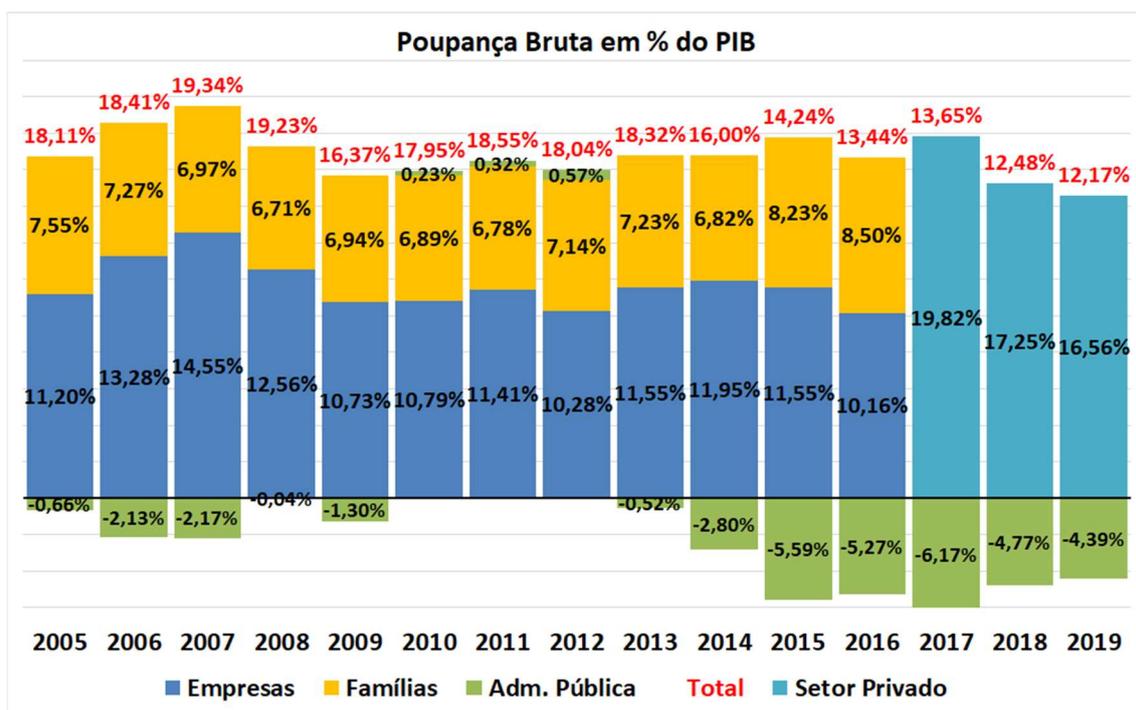


Fonte: IBGE e CEMEC

A identificação da origem e dos fatores que podem explicar essa queda da taxa de poupança requer dados mais detalhados de seus dois componentes, representados pela poupança das famílias e pelos lucros retidos das empresas. Entretanto existem algumas indicações de que o principal componente dessa queda deve ser a redução da taxa de poupança das famílias.

Como se vê no **Gráfico 07**, em 2015 e 2016 a taxa de poupança das famílias deu um salto significativo para 8,23% e 8.50% , as maiores taxas desde 2005, aumento esse que na época, além de outros fatores, foi atribuído a um esforço de poupança para reduzir o endividamento. Aparentemente esse movimento se inverteu nos últimos anos, com novo ciclo de endividamento das famílias ⁴.

GRÁFICO 07

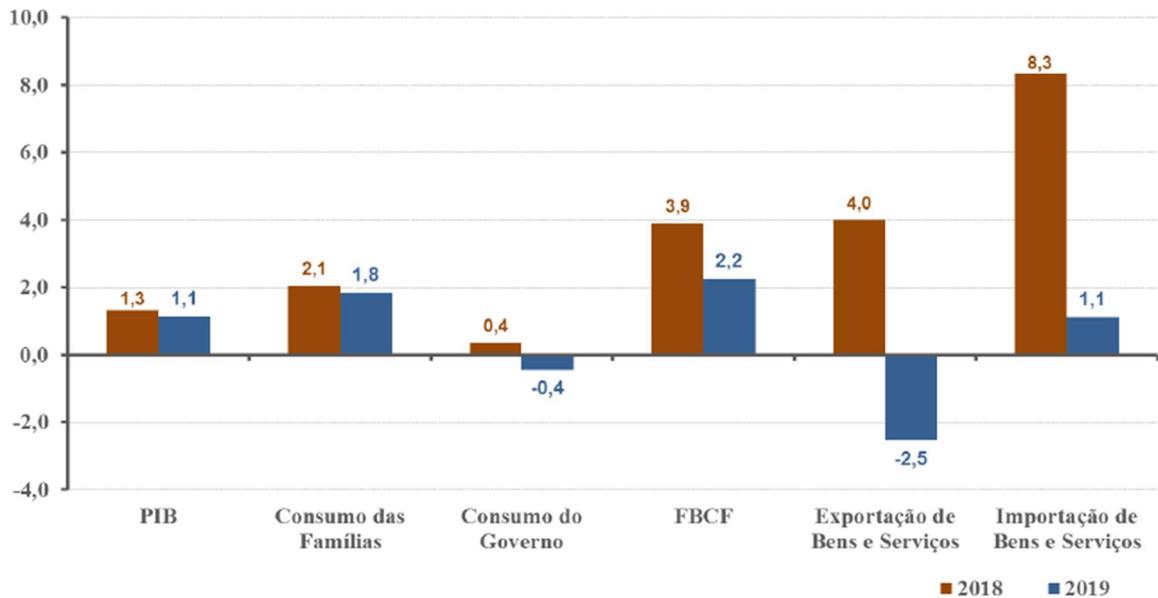


Verifica-se que em 2018 e 2019, quando ocorre a queda da taxa de poupança do setor privado, o consumo privado cresce 2,1% e 1,8% respectivamente, cerca do dobro do crescimento do PIB, como fica evidenciado no **Gráfico 08**.

⁴ Dados da CNC mostram, que a porcentagem de famílias endividadas se reduziu de 56% em 12/2015 para 49,0% em 12/2016, e saltou para 61,4% em 12/2019

GRÁFICO 08

GRÁFICO II.4 - Componentes da Demanda
Taxa (%) acumulada no ano

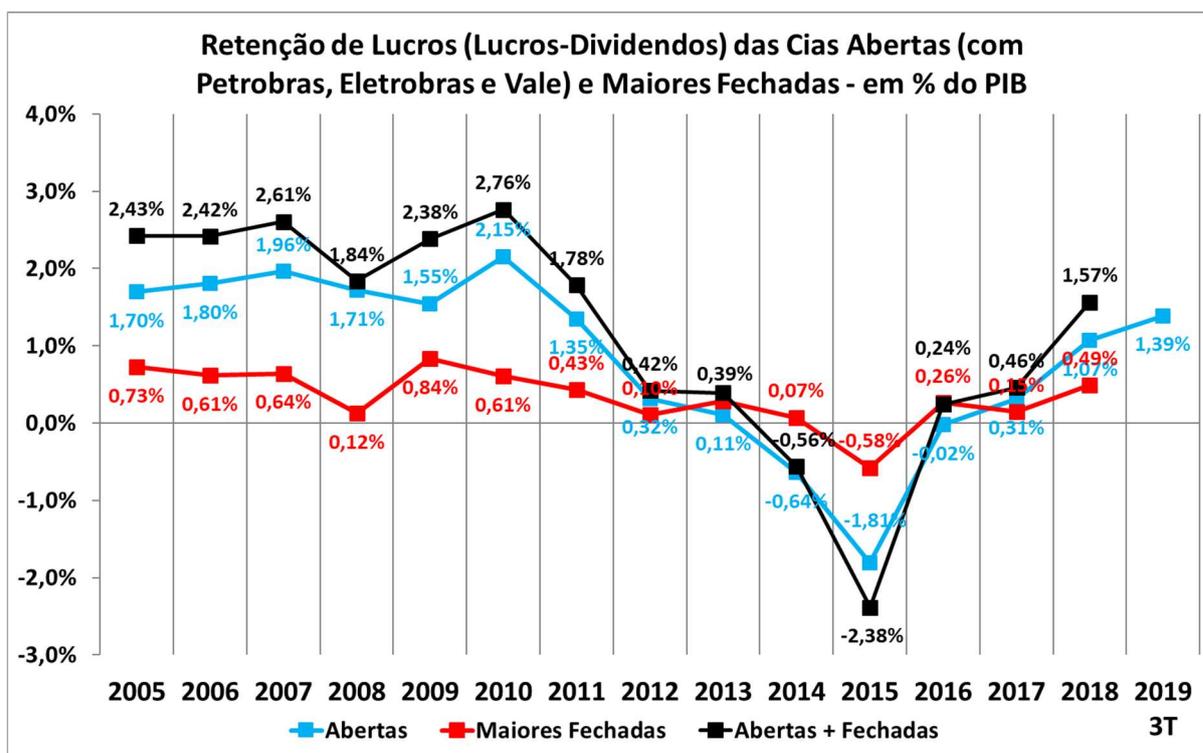


Fonte: IBGE

Em sentido contrário, o **Gráfico 07** mostra que a taxa de poupança das empresas teve redução pronunciada em 2015 e 2016, quando atingiu apenas 10,16% do PIB, a menor taxa desde 2005. O CEMEC Fipe calcula vários indicadores do desempenho de uma amostra de empresas constituída de empresas não financeiras de capital aberto e das maiores empresas fechadas. Embora essa amostra seja composta principalmente de empresas grandes, que não refletem necessariamente as tendências de desempenho da maioria das pequenas e médias empresas brasileiras, os dados dos balanços consolidados dessas empresas sugerem um considerável aumento de lucros retidos entre 2017 e 2018 no total da amostra e no ano terminado em setembro de 2019 no caso das empresas abertas, como se vê no **Gráfico 09**. É possível observar que o valor de lucros retidos de toda a amostra de empresas em relação ao PIB se eleva em mais de 1p.p. entre 2017 e

2018 e também em 1p.p. nas empresas abertas entre 2017 e 2019, períodos esses em que ocorre também aumento do lucro líquido⁵.

GRÁFICO 09



Fonte: Demonstrações Financeiras das Empresas – Elaboração CEMEC Fipe

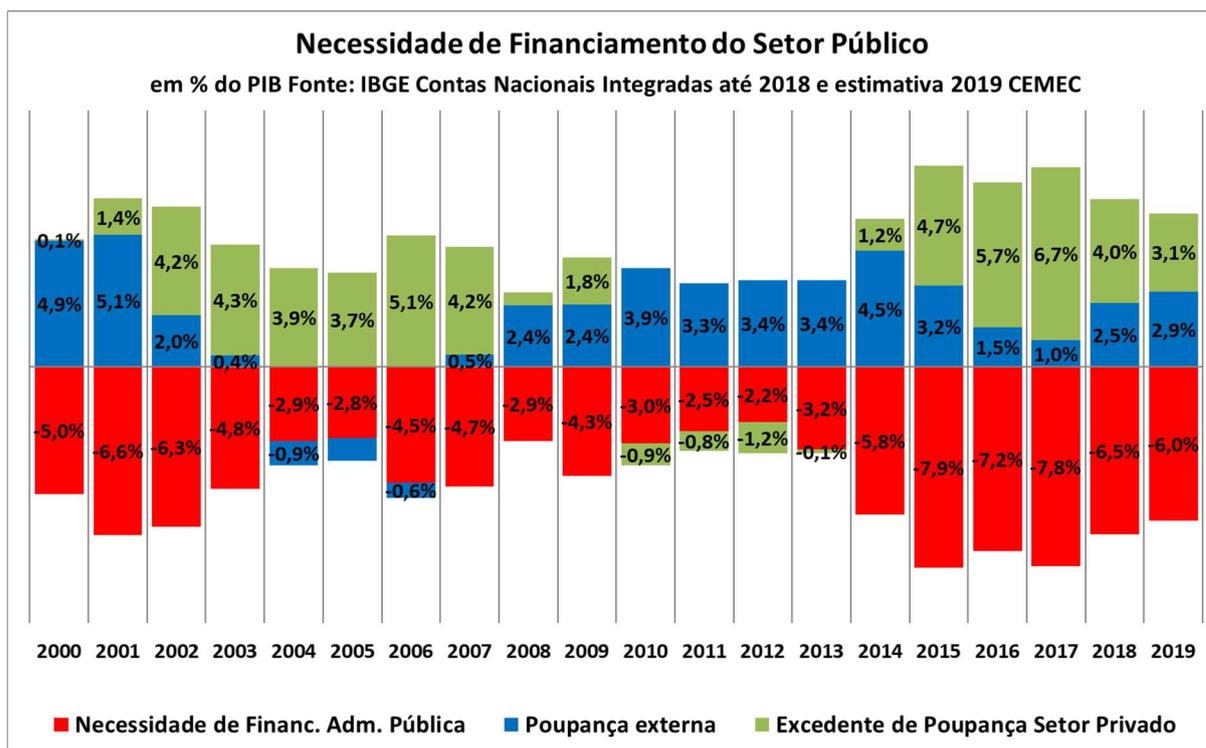
Desse modo, parece razoável supor que a queda da taxa de poupança doméstica tenha sido gerada pela redução da taxa de poupança das famílias, que depois de atingir em 2015 e 2016 os níveis mais elevados desde 2005, pode ter caído para valores mais próximos de sua média histórica. Reforça ainda essa hipótese a constatação de que as maiores empresas abertas e fechadas do país aumentaram sua taxa de poupança com aumento do volume de lucros retidos em relação ao PIB.

⁵ Na amostra total o valor do lucro líquido se eleva de 1,3% para 2,0% do PIB entre 2017 e 2018 e nas abertas o crescimento continua de 0,8% do PIB em 2017 para 1,2% do PIB no ano terminado em setembro de 2019.

2.2 Excedente de poupança do setor privado, poupança externa e necessidade de financiamento do setor público

O Gráfico 10 mostra em que medida a necessidade de poupança do setor público é coberta com o excedente de poupança do setor privado e com a poupança externa.

GRÁFICO 10



Fonte: IBGE e CEMEC

Ao mesmo tempo em que os esforços de ajuste fiscal tem resultado na redução da necessidade de financiamento do setor público, de 7,8% do PIB em 2017 para 6,0% em 2019, observa-se acentuada mudança na composição de suas fontes de financiamento. O excedente de poupança do setor privado atingia 6,7% do PIB em 2017 e financiava 86% da necessidade de financiamento do setor público. Já em 2019 esse excedente de poupança é reduzido a menos da metade, para apenas 3,1% do PIB, e sua participação na necessidade de financiamento do setor público cai para 52%, cabendo agora 48% à poupança externa.

Um aspecto que chama a atenção é que o aumento do déficit em contas correntes do balanço de pagamentos para quase 3% do PIB ocorre num período em que a taxa de investimentos situa-se ainda em níveis historicamente baixos. Usando as estimativas do CEMEC Fipe para decompor poupança e investimento público e privado a partir de

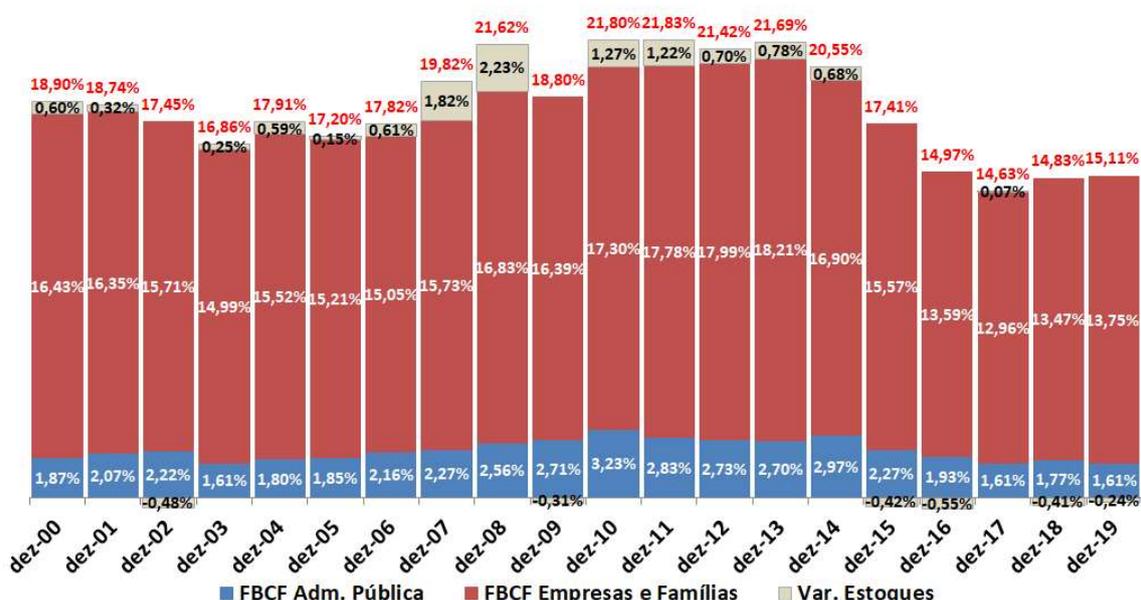
2017, verifica-se que esse fato se explica por acentuada queda da poupança doméstica e especialmente da poupança das famílias, segundo algumas indicações apresentadas.

2.3 Taxa de investimento do setor público e do setor privado

O Gráfico 11 apresenta a decomposição da taxa de investimento entre o setor público e o setor privado e seus componentes, isto é, a formação bruta de capital fixo e a variação de estoques.

GRÁFICO 11

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



Fonte: IBGE até 2016; estimativas do CEMEC Fipe para 2017 a 2019

Além da acentuada queda da taxa de formação bruta de capital fixo de empresas e famílias, de 4,4 pontos percentuais do PIB de 2014 a 2019 (de 18,2% para 13,75% do PIB) identifica-se também um processo de desinvestimento em estoques desde 2015. Como se vê, trata-se de evento que desde o ano 2000 ocorreu somente duas vezes, em 2002 e 2009, enquanto nos últimos cinco anos ocorre em 4 anos e só não correu em 2017. Uma hipótese provável é a de que o desinvestimento em estoques reflete seus ajustamentos num período em que se tornou rotineira a frustração de expectativas de crescimento. Dada a antecedência com que ocorrem as decisões de formação de estoques tomadas com base na expectativa de crescimento da demanda, a frustração dessa expectativa pode ter conduzido à formação de estoques excedentes, cuja manutenção tem

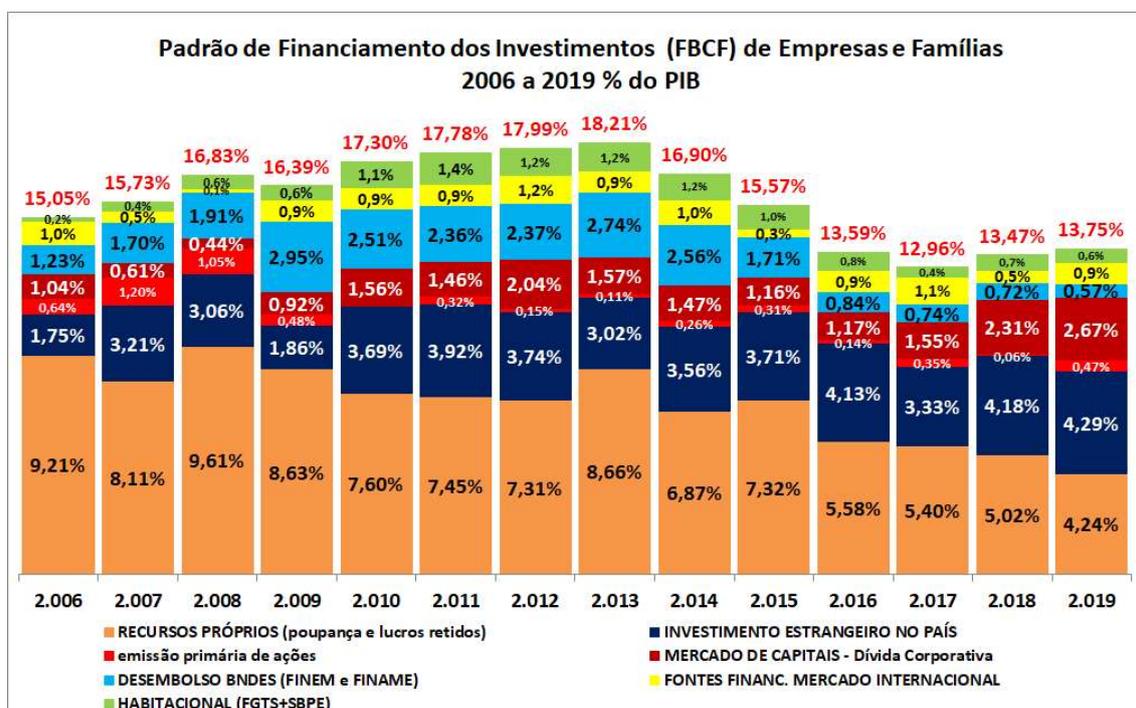
alto custo financeiro. A hipótese é que o desinvestimento em estoques nesses anos reflete o processo de ajustamento resultante da frustração da expectativa de crescimento.

3. PADRÃO DE FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS DE EMPRESAS E FAMÍLIAS

O **Gráfico 12** apresenta as estimativas do padrão de financiamento dos investimentos de empresas e famílias no período de 2006 a 2019, em porcentagem do PIB.

GRÁFICO 12
PADRÃO DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTPO (FBCF)

% PIB



Fonte: IBGE e CEMEC

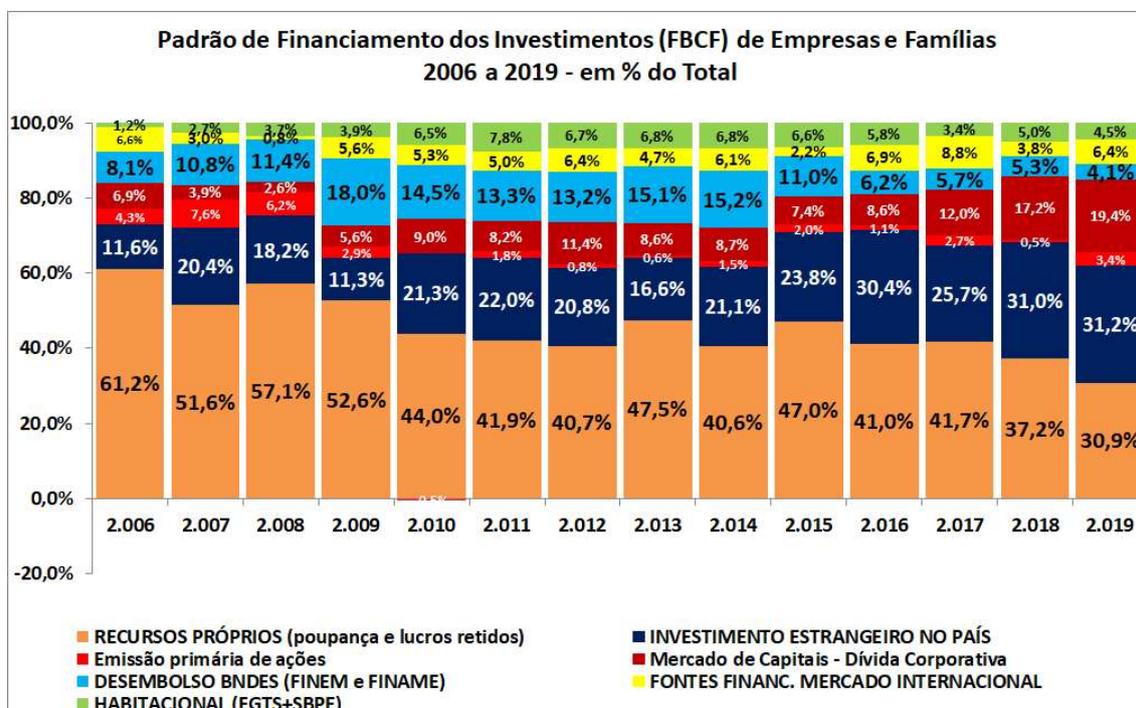
A taxa de formação bruta de capital fixo de 2019, de 13,75% do PIB, dá continuidade ao modesto crescimento observado em 2008, mas ainda está entre as menores taxas observadas desde 2006.

O exame da composição percentual das fontes de recursos para financiamento dos investimentos permite evidenciar melhor as principais mudanças ocorridas no padrão de financiamento nos últimos anos. O **Gráfico 13** apresenta essas estimativas.

GRÁFICO 13

PADRÃO DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO (FBCF)

COMPOSIÇÃO PORCENTUAL



Fonte: IBGE e CEMEC

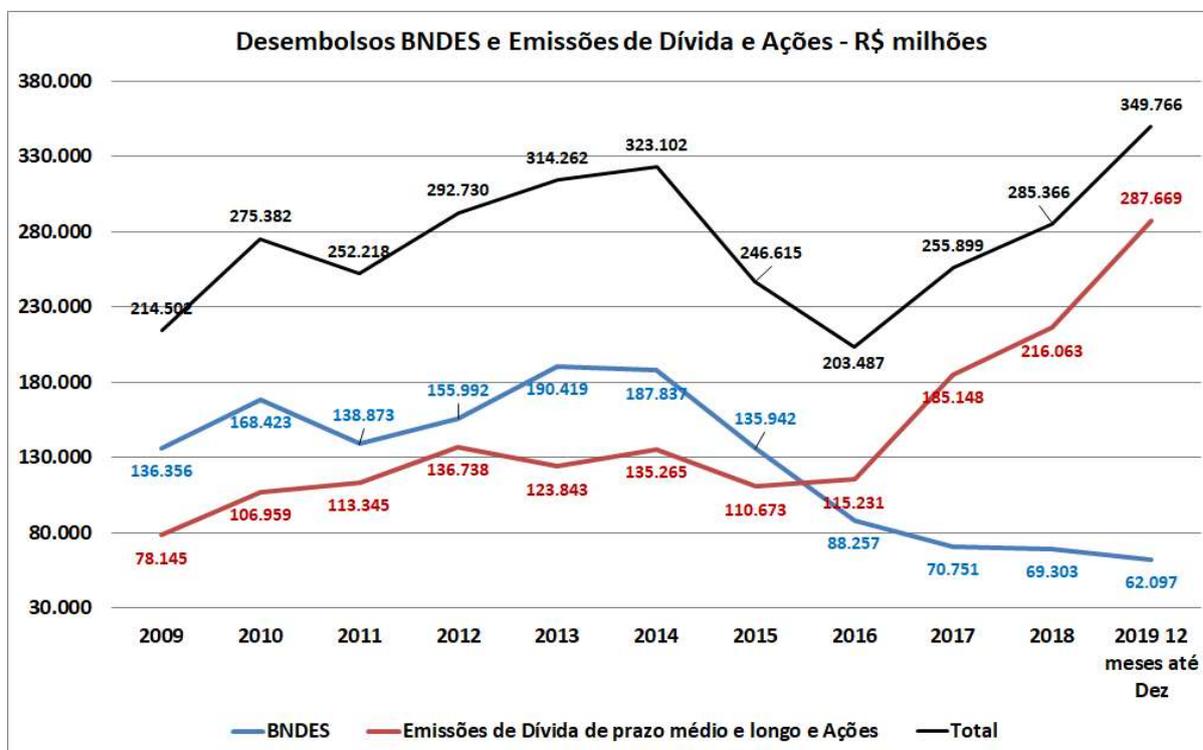
As principais observações são as seguintes:

- a) **BNDES:** A participação do **BNDES** é aquela que apresenta a maior variação negativa nos últimos anos. A partir de 2015 sua participação se reduz da média de 14,3% no período de 2010 a 2014 para apenas 4,1% em 2019. Como se sabe, essa queda reflete a reversão das transferências do Tesouro que atingiram mais de R\$ 400 bilhões no período anterior, combinada com a adoção da TLP e mudança das políticas operacionais do BNDES num período caracterizado também pela redução da demanda de financiamentos de longo prazo.

O **Gráfico 14** apresenta a evolução dos desembolsos do BNDES e das emissões de títulos de dívida corporativa e de ações no mercado de capitais. Fica evidenciada a forte queda dos desembolsos do BNDES para o financiamento de investimentos, desde seu valor máximo de cerca de R\$ 190 bilhões em 2013 para apenas R\$ 62

bilhões no ano terminado em outubro de 2019 ao mesmo tempo em que crescem de modo acelerado as emissões de dívida e ações no mercado de capitais.

GRÁFICO 14



Fonte: BNDES e Anbima. Elaboração CEMEC Fipe

b) Mercado de capitais: Os recursos fornecidos pelo **mercado de capitais** atingem 22,8% do total em 2019, sendo 19,4% em títulos de dívida corporativa e 3,4% em emissões primárias de ações, participação essa que é maior que o dobro da observada nos anos de 2015 e 2016, na faixa de 9% a 10%. Como já analisado em outras Notas CEMEC, os principais fatores desse desempenho são a queda da taxa de juros e a redução da oferta de crédito subsidiado do BNDES. Note-se que a participação do mercado de capitais concentra-se em recursos captados no mercado de dívida corporativa, cujas taxas de colocação, tipicamente indexadas às taxas do CDI, tem refletido imediatamente a redução das taxas SELIC.

c) Recursos externos: A participação dos recursos de dívida externa das empresas é de 6,4% do financiamento dos investimentos, porcentual que está entre os maiores do período, mas não caracteriza tendência de crescimento nos últimos anos. Já o

investimento direto estrangeiro⁶ atinge 4,29% do PIB, a maior taxa desde 2006, ao mesmo tempo em que sua participação, porcentual entre as várias fontes de recursos e de 31,2% , também é a maior do período. Deve-se notar que esse valor reflete também o aumento da taxa de câmbio. Por outro lado, não foi possível discriminar a parcela desses recursos utilizada para financiar investimentos na forma de aumento de capital fixo ou de estoques. Esse valor inclui empréstimos intercompanhias e a investimentos destinados à aquisição de participações em empresas estatais e privadas nacionais.

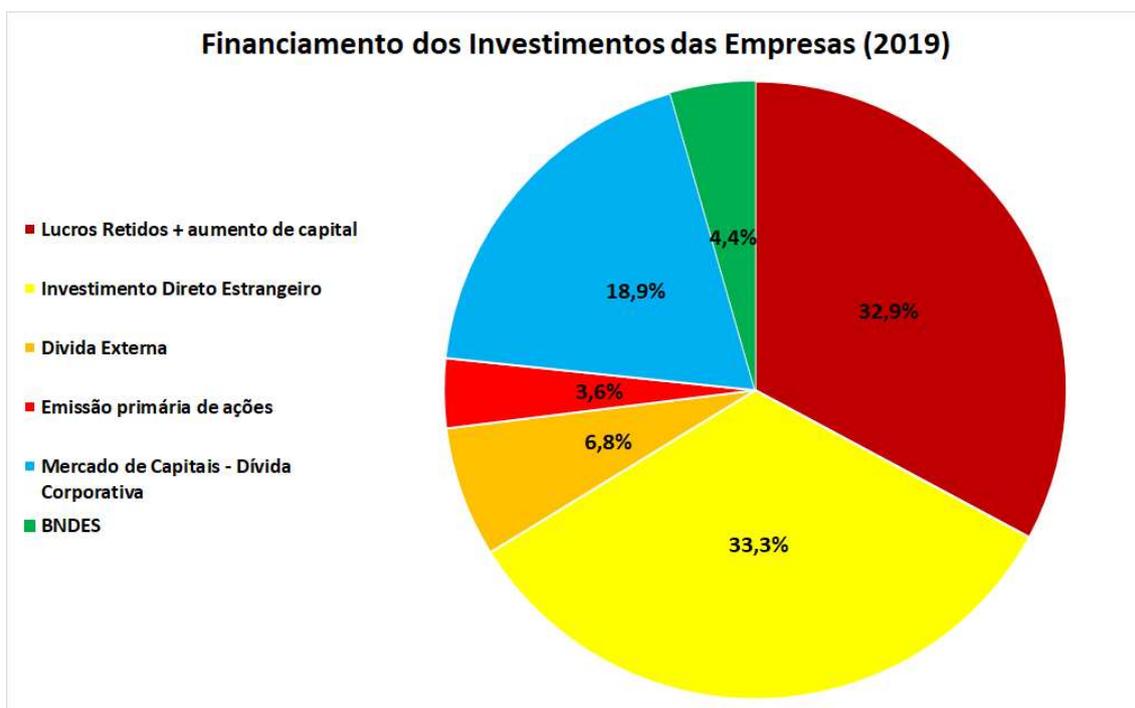
d) Recursos próprios: Em 2019, a estimativa da parcela dos investimentos financiada por recursos próprios atinge seu menor valor desde 2006 seja como coeficiente do PIB (4,24%) seja como participação, de apenas 30,9% do total das fontes de recursos. Neste trabalho a participação de recursos próprios é obtida por diferença entre o investimento total e as parcelas atribuídas às demais fontes, podendo refletir eventuais distorções dessas outras estimativas como é o caso da parcela atribuída a investimento direto estrangeiro. Entretanto, chama a atenção a tendência continuada de queda de sua participação desde 2014, em sentido contrário ao evidenciado no período em que balanços consolidados das maiores empresas brasileiras indica redução de lucros retidos até 2015 e clara recuperação daí por diante, como se vê no **Gráfico 09**.

Padrão de financiamento dos investimentos das empresas

O **Gráfico 15** apresenta a estimativa da composição porcentual das fontes de recursos de **financiamento dos investimentos das empresas em 2019**. Essas estimativas sugerem que em 2019 recursos externos, com 40,6% e recursos próprios com 33,7% respondem por quase $\frac{3}{4}$ dos recursos utilizados para financiar investimentos, vindo logo a seguir o mercado de capitais, com cerca de 22%.

⁶ Lembrar que o conceito definido pelo BACEN foi atualizado recentemente para o critério BPM6- Detalhes no Anexo 02

GRÁFICO 15



Fonte: IBGE e CEMEC

4. ANEXO 01

Diferenças entre a Conta Intermediária de Governo (CIG) e as Contas Econômicas Integradas - CEI

A Conta Intermediária de Governo apresenta como característica central uma leitura de uma base de dados composta pelas informações da Secretaria do Tesouro Nacional e dados dos demonstrativos contábeis do FGTS e do fundo remanescente do PIS/Pasep, não considerando outras fontes de informação utilizadas na compilação da conta do governo geral no âmbito das Contas Econômicas Integradas - CEI. Essas informações estão organizadas de forma a espelharem os conceitos do Sistema de Contas Nacionais, porém preservando a lógica contábil das fontes primárias de informação.

A Conta Intermediária de Governo constitui um passo inicial para a elaboração da conta central, à qual são agregadas outras fontes de informação e colocadas em contraste com as informações dos demais setores institucionais que compõem o Sistema de Contas Nacionais. Nesse sentido, é importante destacar as diferenças entre a abordagem intermediária e a conta do setor publicada nas CEI.

Nas CEI, são considerados também como parte do setor governo geral outras entidades paraestatais que têm como principal fonte de receita as contribuições com caráter obrigatório. São elas:

Sistema S - instituições produtoras de serviços sociais que têm como principal fonte de receita as contribuições compulsórias com ônus ao setor produtivo nacional;

e Conselhos profissionais - instituições de apoio à regulação das atividades profissionais que têm como principal fonte de recursos as contribuições compulsórias de seus filiados.

As fontes complementares para apuração das CEI são os levantamentos especiais de demonstrativos contábeis dos Conselhos Profissionais, das instituições que compõem o Sistema S, bem como as informações da Declaração de Informações Econômico-Fiscais da Pessoa Jurídica - DIPJ, da Secretaria da Receita Federal, e das Estatísticas do Cadastro Central de Empresas - Cempre, do IBGE.

Imputações e compatibilizações das Contas Econômicas Integradas - CEI

O Sistema de Contas Nacionais considera ainda na composição do setor institucional governo geral das CEI um conjunto de imputações que dependem de outras fontes de

informação para sua compilação. Em particular, dois conjuntos de informações que são imputadas no Sistema de Contas Nacionais geram impactos que o diferenciam da Conta Intermediária de Governo:

- Juros e serviços financeiros - há um conjunto de serviços financeiros que são imputados ao governo geral nas CEI a partir do contraste entre as informações do setor financeiro e os demais setores. Os juros pagos e recebidos do governo geral são obtidos não a partir dos registros contábeis do próprio governo, mas da matriz de juros dos setores institucionais que identifica os setores credores e devedores desta operação. A partir dessa matriz, também são identificados os serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (Sifim), que são imputados no consumo intermediário das atividades econômicas, no consumo final das famílias, exportações e importações. Por fim, partindo de informações do Banco Central do Brasil, são imputados no consumo final do governo os serviços não mercantis prestados pelo Banco Central do Brasil ao governo.

- Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) - seguindo a orientação do SNA 2008, os gastos com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) governamental são tratados como formação bruta de capital fixo. A identificação desses gastos exige, igualmente, recurso a outras fontes de informação, notadamente a abordagem adotada pela Coordenação-Geral de Indicadores do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, cujas fontes para elaboração são as seguintes:

- a) Governo federal - uma extração especial: Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal - Siafi, base de dados do Serviço Federal de Processamento de Dados - Serpro, com as instituições e ações de P&D selecionadas;

- b) Governos estaduais - balanços dos governos estaduais, levantamentos especiais junto às Secretarias Estaduais de Ciência e Tecnologia e consultas aos portais de transparência dos governos estaduais; e

- c) Governos municipais - estimativas baseadas nas despesas do demonstrativo por funções. Este tratamento eleva a formação bruta de capital fixo nas CEI, reduz o consumo do governo e eleva a poupança bruta em relação à Conta Intermediária de Governo.

Consolidação

Uma das principais diferenças entre o Government finance statistics manual - GFSM e o System of national accounts - SNA em relação a regras contábeis diz respeito à

consolidação. Em princípio, o GFSM requer a eliminação de todos os fluxos intra e intersetoriais e estoques entre unidades do mesmo setor e subsetores. A consolidação pode ser aplicada aos dados estatísticos de qualquer grupo de unidades, incluindo os subsetores do setor de governo geral, todo o setor público, ou qualquer outro agrupamento de interesse analítico.

Como princípio geral, a consolidação não é usada no SNA, embora se reconheça que ela pode ser útil para o setor governo geral. Mesmo quando usada no Sistema de Contas Nacionais, as transações que constam em diferentes contas não são consolidadas. Por exemplo, no Sistema de Contas Nacionais, os juros recebíveis por uma unidade do governo que são devidos por outra unidade do governo são mostrados como receita e despesa nas contas do setor de governo geral. Em contraste, no GFSM é usada a consolidação integral. Esses juros não são contabilizados como despesa ou receita nos dados para o setor de governo geral consolidado como um todo, embora pudessem figurar nas contas dos subsetores do governo geral, se as duas partes envolvidas estão em diferentes subsetores. Do ponto de vista do Sistema de Contas Nacionais, os fluxos entre subsetores de um mesmo setor institucional devem ser equilibrados de forma a não ter impacto nas contas com os demais setores.

5. ANEXO 02

NOTA METODOLÓGICA

Balanco de Pagamentos (Investimento Estrangeiro de BPM5 para BPM6)

Entre as mudanças conceituais do novo padrão de financiamento de investimentos estimado pelo CEMEC, esta nota metodológica apresenta aquelas relativas ao investimento direto, em especial a substituição do princípio direcional (BPM5) pelo critério de ativos e passivos (BPM6). Na mudança de BPM5 para BPM6 houve duas mudanças importantes:

- a) Incorporação do reinvestimento de lucros como fonte de investimento direto;
- b) Mudança do princípio direcional (BPM5), pelo critério de ativos e passivos (BPM6).

No BPM5 vigorava o princípio direcional pelo qual era indispensável identificar a matriz (empresa investidora) se era brasileira ou estrangeira, em se tratando de dívida intercompanhias. Caso a empresa (matriz) fosse brasileira os empréstimos entre empresas de grupo econômico de capital brasileiro eram sempre registrados na conta de IBD (Investimento Brasileiro Direto), mesmo quando o recurso era tomado junto à empresa não residente. Por exemplo, se uma subsidiária ou controlada não residente fornecesse crédito para sua matriz residente no Brasil, esse passivo brasileiro era classificado como “reductor de ativo”, na conta de investimentos brasileiros diretos no exterior (IBD). O tratamento era simétrico para o caso em que filial ou subsidiária residente no Brasil fornecia crédito à sua matriz no exterior: a operação era considerada como um “reductor de passivo”.

Com o BPM6 se muda o critério para “Ativos e Passivos” onde não importa se a matriz é brasileira ou estrangeira. A figura a seguir ilustra a alteração metodológica como uma troca de posições entre componentes da conta de investimento direto – dívida intercompanhias.

BPM5 - Princípio direcional

IBD

Participação no capital
Empréstimos intercompanhias
Matriz no Brasil a filial no exterior
Filial no exterior a matriz no Brasil

IED

Participação no capital
Empréstimos intercompanhias
Filial no Brasil a matriz no exterior
Matriz no exterior a filial no Brasil

BPM6 - Ativos e passivos

Investimento direto brasileiro no exterior (ativos)

Participação no capital
Empréstimos intercompanhias
Matriz no Brasil a filial no exterior
Filial no Brasil a matriz no exterior

Investimento direto estrangeiro no Brasil (passivos)

Participação no capital
Empréstimos intercompanhias
Filial no exterior a matriz no Brasil
Matriz no exterior a filial no Brasil

Vamos exemplificar essas mudanças com os dados do investimento direto do ano de 2013 pelos dois critérios (exemplo simplificado uma vez que existem outras pequenas mudanças que não estão sendo descritas).

CRITÉRIO BPM5 - 2013

Conta Financeira: Concessões líquidas (+) / Captações líquidas (-)	2013
Investimento direto total (líquido)	66.624
Investimento brasileiro direto - IBD (líquido)	2.755
Investimento brasileiro direto - IBD (crédito)	27.643
Investimento brasileiro direto - IBD (débito)	- 24.147
IBD - participação no capital (líquido)	- 14.760
IBD - participação no capital (retorno)	3.448
IBD - participação no capital (aplicação)	- 18.208
IBD - empréstimo intercompanhia (líquido)	17.515
IBD - empréstimo intercompanhia (crédito)	24.195
IBD - empréstimo intercompanhia (débito)	- 5.939
IBD - empréstimo intercompanhia de matriz no Brasil à filial no exterior (líquido)	1.279
IBD - empréstimo intercompanhia de matriz no Brasil à filial no exterior (amortização recebida)	2.985
IBD - empréstimo intercompanhia de matriz no Brasil à filial no exterior (desembolso)	- 1.706
IBD - empréstimo intercompanhia de filial no exterior à matriz no Brasil (líquido)	16.236
IBD - empréstimo intercompanhia de filial no exterior à matriz no Brasil (ingresso)	21.297
IBD - empréstimo intercompanhia de filial no exterior à matriz no Brasil (amortização)	- 5.062
Investimento estrangeiro direto - IED (líquido)	63.869
Investimento estrangeiro direto - IED (crédito)	86.216
Investimento estrangeiro direto - IED (débito)	- 22.347
IED - participação no capital – não inclui reinvestimento - total (líquido)	41.644
IED - participação no capital - total (ingresso)	49.341
IED - participação no capital - total moeda (ingresso)	46.821
IED - participação no capital - moeda exclusive privatização (ingresso)	46.821
IED - participação no capital - conversão (ingresso)	2.506
IED - participação no capital - mercadoria (ingresso)	15
IED - participação no capital - reinvestimento (ingresso)	-
IED - participação no capital (saída)	- 7.697
IED - empréstimo intercompanhia - total (líquido)	22.224
IED - empréstimo intercompanhia - total (crédito)	36.875
IED - empréstimo intercompanhia - total (débito)	- 14.650
IED - empréstimo intercompanhia de filial no Brasil à matriz no exterior (líquido)	114
IED - empréstimo intercompanhia de filial no Brasil à matriz no exterior (amortização recebida)	1.610
IED - empréstimo intercompanhia de filial no Brasil à matriz no exterior (desembolso)	- 1.496
IED - empréstimo intercompanhia de matriz no exterior à filial no Brasil (líquido)	22.111
IED - empréstimo intercompanhia de matriz no exterior à filial no Brasil (ingresso)	35.265
IED - empréstimo intercompanhia de matriz no exterior à filial no Brasil (amortização)	- 13.154

Na nova metodologia os valores das linhas em amarelo serão realocados enquanto o reinvestimento de lucros (linha laranja) passa a ser considerado e somado às participações de capital.

CRITÉRIO BPM6 – 2013

Conta Financeira: Concessões líquidas (+) / Captações líquidas (-)	2013
Investimento direto total (líquido)	54.271
Investimento brasileiro direto - IBD (líquido)	- 14.906
Investimento brasileiro direto - IBD (crédito)	26.103
Investimento brasileiro direto - IBD (débito)	- 24.147
IBD - participação no capital (líquido)	- 16.300
IBD - participação no capital (retorno)	1.908
IBD - participação no capital (aplicação)	- 18.208
IBD - empréstimo intercompanhia (líquido)	1.393
IBD - empréstimo intercompanhia (crédito)	24.195
IBD - empréstimo intercompanhia (débito)	- 5.939
IBD - empréstimo intercompanhia de matriz no Brasil à filial no exterior (líquido)	1.279
IBD - empréstimo intercompanhia de matriz no Brasil à filial no exterior (amortização recebida)	2.985
IBD - empréstimo intercompanhia de matriz no Brasil à filial no exterior (desembolso)	- 1.706
IED - empréstimo intercompanhia de filial no Brasil à matriz no exterior (líquido)	114
IED - empréstimo intercompanhia de filial no Brasil à matriz no exterior (amortização recebida)	1.610
IED - empréstimo intercompanhia de filial no Brasil à matriz no exterior (desembolso)	- 1.496
Investimento estrangeiro direto - IED (líquido)	69.178
Investimento estrangeiro direto - IED (crédito)	95.091
Investimento estrangeiro direto - IED (débito)	- 25.913
IED - participação no capital - inclui reinvestimento - total (líquido)	30.832
IED - participação no capital - total (ingresso)	49.341
IED - participação no capital - total moeda (ingresso)	46.821
IED - participação no capital - moeda exclusive privatização (ingresso)	46.821
IED - participação no capital - conversão (ingresso)	2.506
IED - participação no capital - mercadoria (ingresso)	15
IED - participação no capital - reinvestimento (ingresso)	- 10.813
IED - participação no capital (saída)	- 7.697
IED - empréstimo intercompanhia - total (líquido)	38.346
IED - empréstimo intercompanhia - total (crédito)	56.562
IED - empréstimo intercompanhia - total (débito)	- 18.216
IBD - empréstimo intercompanhia de filial no exterior à matriz no Brasil (líquido)	16.236
IBD - empréstimo intercompanhia de filial no exterior à matriz no Brasil (ingresso)	21.297
IBD - empréstimo intercompanhia de filial no exterior à matriz no Brasil (amortização)	- 5.062
IED - empréstimo intercompanhia de matriz no exterior à filial no Brasil (líquido)	22.111
IED - empréstimo intercompanhia de matriz no exterior à filial no Brasil (ingresso)	35.265
IED - empréstimo intercompanhia de matriz no exterior à filial no Brasil (amortização)	- 13.154

Verifica-se que o investimento direto estrangeiro, que era de US\$ 63.869 milhões no BPM5, passa para US\$ 69.178 milhões no critério BPM6; uma diferença de US\$ 5.309 milhões.

Resumidamente para o investimento estrangeiro temos:

IBD - empréstimo intercompanhia de filial no exterior à matriz no Brasil (líquido) vira IED	16.236
IED - empréstimo intercompanhia de filial no Brasil à matriz no exterior (líquido) vira IBD	- 114
IED - participação no capital - reinvestimento (ingresso)	- 10.813
Investimento Estrangeiro Direto - Diferença entre BPM6 e BPM5	5.309

O novo critério o IED vira Investimentos Diretos no País:

Investimento direto	- 54.240
Investimentos diretos no exterior	14.942
Ingressos	8.050
Saídas	22.992
Participação no capital – total	16.300
Ingressos	3.453
Saídas	19.754
Participação no capital, exceto reinvestimento de lucros	14.755
Participação no capital – reinvestimento de lucros no exterior – saídas	1.545
Operações intercompanhia	- 1.359
Amortizações recebidas do exterior	4.597
Créditos concedidos ao exterior	3.238
Matrizes no Brasil a filiais no exterior	- 1.245
Amortizações recebidas do exterior	2.987
Créditos concedidos ao exterior	1.742
Filiais no Brasil a matrizes no exterior (investimento reverso)	- 114
Amortizações recebidas do exterior	1.610
Créditos concedidos ao exterior	1.496
Investimentos diretos no país	69.181
Ingressos	95.095
Saídas	25.913
Participação no capital – total – passivos	30.835
Ingressos	38.533
Saídas	7.697
Participação no capital, exceto reinvestimento de lucros – passivos	41.648
Participação no capital – reinvestimento de lucros no Brasil – ingressos	- 10.813
Operações intercompanhia – passivos	38.346
Créditos recebidos do exterior	56.562
Amortizações pagas ao exterior	18.216
Matrizes no exterior a filiais no Brasil	22.111
Créditos recebidos do exterior	35.265
Amortizações pagas ao exterior	13.154
Filiais no exterior a matrizes no Brasil (investimento reverso)	16.236
Créditos recebidos do exterior	21.297
Amortizações pagas ao exterior	5.062