

CENTRO DE ESTUDOS DE
MERCADO DE CAPITAIS

CEMEC

Trabalho de Discussão Interna - TDI CEMEC 08

**FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO
BRASIL – ANÁLISE PRELIMINAR PARA
RELATÓRIO TRIMESTRAL**

**Setembro
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 2000 ao segundo trimestre de 2011	7
4. Comportamento Recente das Fontes Domésticas e Externas de Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias	10
5. Análise Preliminar da Poupança Financeira CEMEC versus Poupança Bruta Contas Nacionais	14
6. Algumas Observações Finais.....	22
ANEXO 1 - Projeção da Formação Bruta de Capital Fixo das Administrações Públicas – 2007 a 2T2011	23
ANEXO 2 – Estimativas da Poupança e FBCF das Adm. Públicas e do Setor Privado.....	25

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. As informações deste relatório são resultantes de informações preliminares das fontes citadas, portanto estão circunscritas às informações preliminares existentes e à capacidade de projeção no momento atual. O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para finalidade de aplicação financeira ou qualquer outra que possa causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

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

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

FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL

1. Introdução

Este trabalho tem como objetivos de um lado examinar a evolução e tentar mensurar o papel que as fontes tradicionais de recursos, em especial o mercado de capitais, desempenham no suprimento de recursos para o financiamento dos investimentos da economia brasileira. De outro lado, na tentativa de compreender e mensurar a contribuição dos fluxos financeiros dos diversos tipos de poupadores (institucionais, pessoas física e jurídica não financeira e não residentes) para a formação da poupança nacional, tem-se o objetivo de construir e correlacionar os fluxos de poupança financeira com os fluxos de poupança bruta nacional, calculados pelo IBGE nas Contas Nacionais. Destarte este trabalho preliminar servirá de base para a construção de relatórios trimestrais de acompanhamento da evolução dos investimentos e seu financiamento na economia brasileira.

Na primeira parte, correlacionam-se as fontes tradicionais de recursos externos e domésticos com o investimento privado e busca-se construir estimativas do padrão de financiamento dos investimentos privados no período de 2000 ao segundo trimestre de 2011. Trata-se de uma extensão e um acompanhamento continuado das considerações feitas pelo CEMEC em seu TDI CEMEC 05 - FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO BRASIL E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS ¹.

Na segunda parte, com o auxílio das contas financeiras CEMEC, correlaciona-se os fluxos de poupança financeira aos fluxos de poupança nacional das Contas Nacionais concluindo para a importância dos instrumentos financeiros do mercado de capitais na formação da poupança

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

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

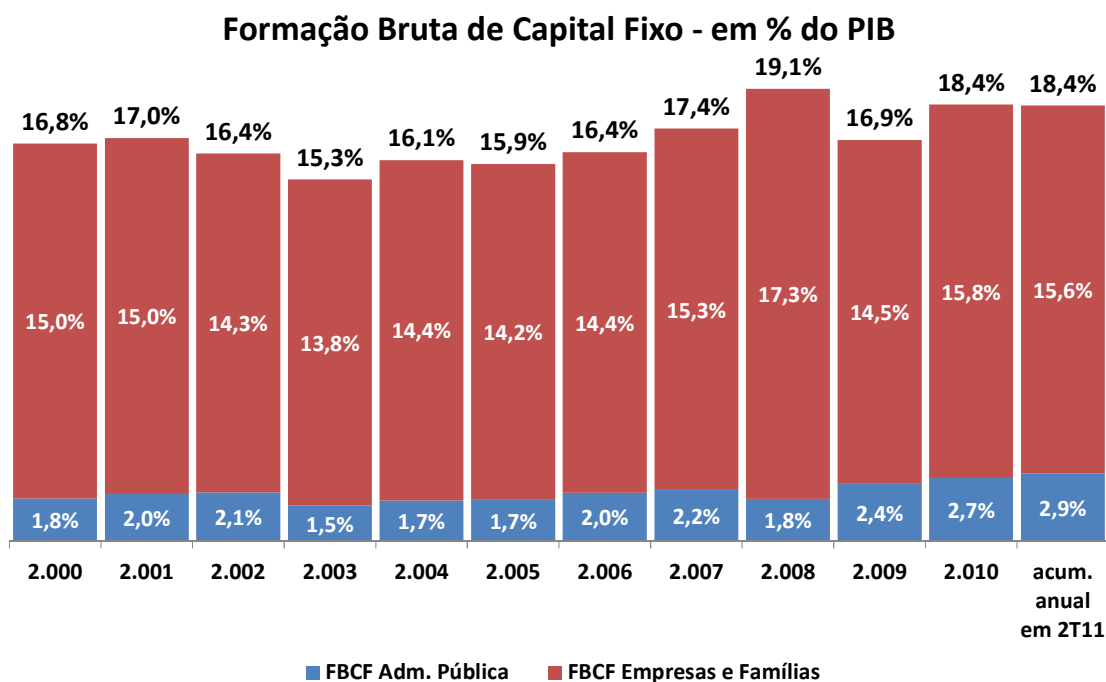
TDI CEMEC 08

nacional e na constatação dos efeitos adversos da captura dos recursos domésticos via títulos públicos para a formação da poupança nacional.

2. Visão macroeconômica: investimento e poupança na economia brasileira

O principal componente da taxa de investimento da economia brasileira, a formação bruta de capital fixo, continua muito baixa, seja pelo investimento privado, que apresenta queda no acumulado de quatro trimestres terminados em junho, 15,6%, contra 15,8% no ano de 2010, seja pelo investimento do setor público, no conceito administração pública², que apesar de ter crescido nos últimos dois anos tem valor ainda muito baixo; como indicado no gráfico 01.

GRÁFICO 01



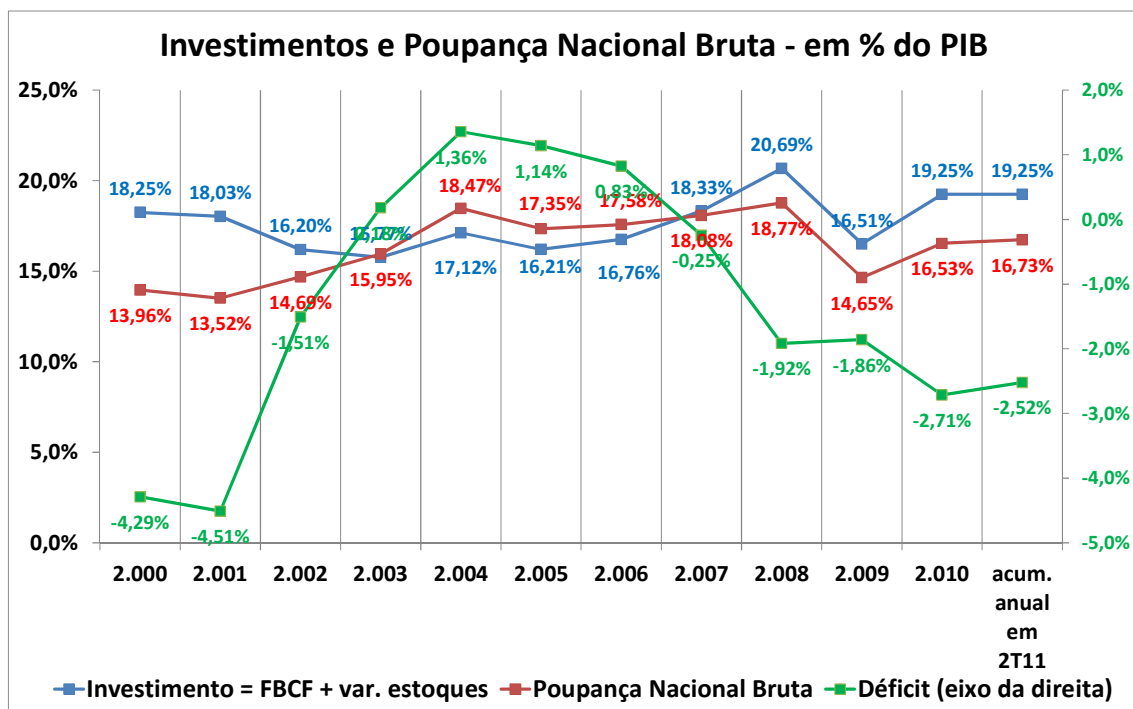
No gráfico 02 é apresentada a evolução da taxa de investimento (inclusive variação de estoques), taxa interna de poupança e déficit em contas correntes, todos apresentados como percentual do PIB.

² A partir de 2007 Os investimentos do setor público foram projetados pelo CEMEC, a partir das despesas do tesouro nacional como apresentado no anexo 1 ao final deste relatório.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS TDI CEMEC 08

Mesmo com taxas de investimento inferiores ao requerido para crescer 4,5% a.a., que é de 21% a.a. segundo estimativas realizadas por Pastore, Pinotti e Pagano (2010)³, verifica-se que sua modesta elevação nos últimos anos já implicou a geração de um déficit em contas correntes da ordem de 2% a 3% do PIB, dada a insuficiência da poupança interna.

GRÁFICO 02



Bastou a elevação da taxa média de investimento de 16,5% observada no período 2003/2006, para 18,9% 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.

³ Pastore A. C.; Pinotti, M. C.; Pagano, T. A. **Limites ao Crescimento Econômico** – XXII Forum Nacional – Estudos e Pesquisas 345, maio 2010.

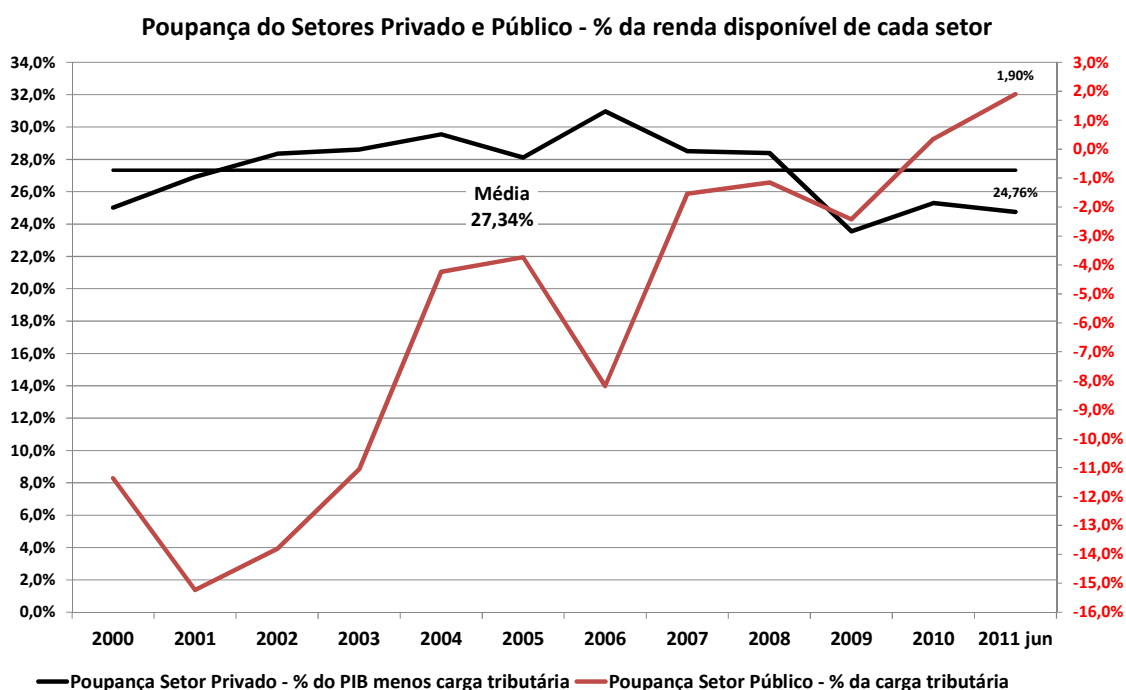
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 08

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 de 4.5% a.a. demandará certamente a complementação de poupança externa.

No Gráfico 03 são apresentadas estimativas das taxas médias de poupança dos setores público e privado, desde 2.000 e para a soma dos últimos quatro trimestres terminados em junho de 2011. 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 carta tributária⁴.

Gráfico 02



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

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

Os dados sugerem que a poupança do setor público está num processo de recuperação lenta e gradual desde 2001: manteve-se em níveis negativos de

⁴ Os dados, fontes e metodologia adotada são apresentados no anexo 2.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 08

2000 a 2009⁵ e os números de 2010 e soma dos quatro trimestres terminados em junho de 2011 indicam um pequeno resultado positivo. A taxa média de poupança do setor privado mostra uma estabilidade em torno da média, 27% do PIB líquido da carga tributária, com desvio padrão de cerca de três pontos percentuais.

3. Padrão de financiamento dos investimentos privados: empresas e famílias no período de 2000 ao segundo trimestre de 2011

Com o objetivo de construir uma medida de participação das fontes tradicionais de financiamento de médio e longo prazo no investimento das empresas e famílias buscou-se inicialmente gerar estimativas do padrão de financiamento observado no período de 2000 ao segundo trimestre de 2011 (acumulado móvel de quatro trimestres). Para tanto, adotou-se a metodologia de identificar os fluxos anuais das principais fontes de financiamento de médio e longo prazo disponíveis na economia brasileira nesse período⁶ e cuja destinação supõe-se ser 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 (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;

⁵ Nossas estimativas de poupança do setor público, a partir de 2007, consideram os investimentos das administrações públicas menos as necessidades de financiamento do Governo, Estados e Municípios no conceito nominal; escolha compatível com os dados das Contas Nacionais.

⁶ Adotam-se nesse relatório algumas mudanças metodológicas em relação ao trabalho original, TDI CEMEC 05, a saber: a) não se considera mais as emissões de FDIC como fonte de médio e longo prazo por serem, na sua grande maioria, fontes de financiamento de capital de giro comercial e pelos FDICs conterem parcela de CRIs o que nos daria uma certa dupla contagem; b) não se considerou no primeiro trabalho as emissões de CRI de esforços restritos o que não ocorre na nova abordagem.

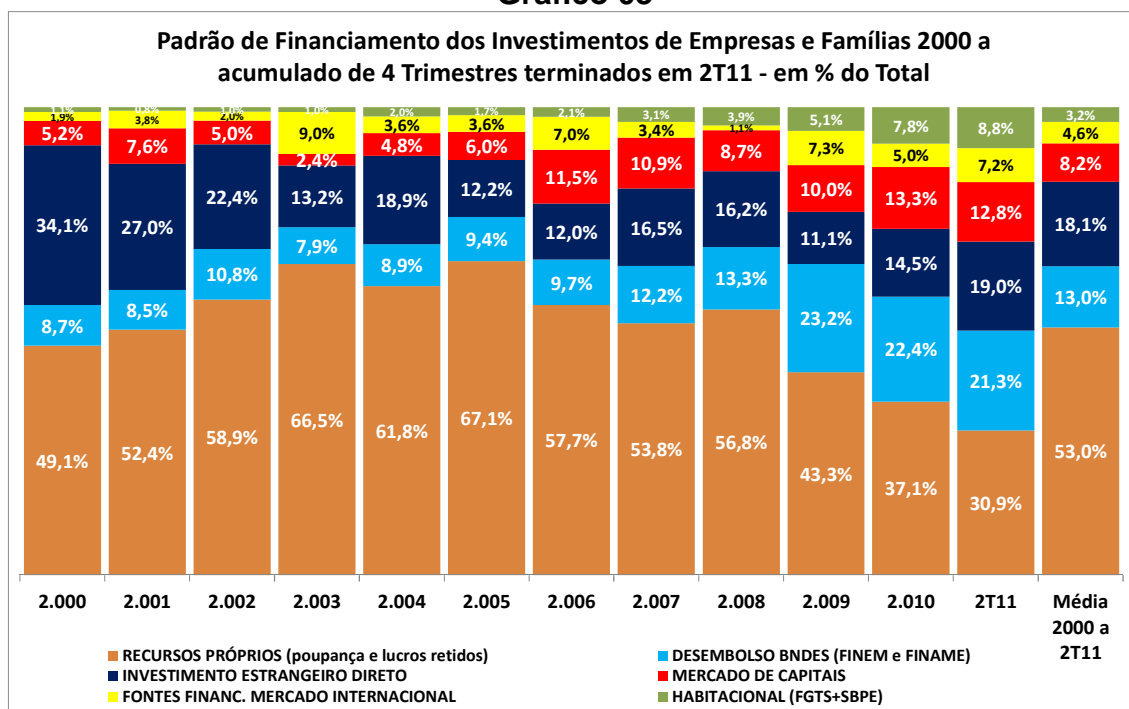
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS TDI CEMEC 08

- f) Mercado de capitais: emissão primária de ações e títulos de dívida privada (debêntures de empresas não financeiras e Certificados de Recebíveis Imobiliários).

Foi utilizada a base de dados do CEMEC para apurar os fluxos anuais de cada uma dessas fontes, seja na forma de emissões primárias no caso de ações e títulos de dívida privada corporativa, seja na forma de desembolsos no caso de operações de crédito.

A parcela referente a recursos próprios foi estimada pela diferença entre as fontes identificadas e os dados de contas nacionais referentes ao investimento privado e correspondem à estimativa de poupança das famílias e dos lucros retidos das empresas. Note-se que para evitar distorções, em 2010, não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás.

Gráfico 03



Evidentemente a escolha das fontes tradicionais de financiamento de médio e longo prazo é arbitrária. Por um lado, nada impede que recursos de longo prazo sejam utilizados para cobertura de despesas correntes. Por outro, pode ocorrer que muitas empresas utilizem recursos de curto prazo, objeto de renovações recorrentes ou mesmo o saldo favorável das contas de fornecedores e estoques para financiar parte dos investimentos.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08

Para examinar a relevância das fontes tradicionais, a tabela 01, a seguir, apresenta as correlações lineares entre as fontes tradicionais e o investimento de empresas e famílias, ambos em termos de percentuais do PIB, no período de 2000 ao segundo trimestre de 2011, e com somas móveis de quatro trimestres.

Tabela 01

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

FONTES DE FINANCIAMENTO	Correlação
Desembolso BNDES (FINEM e FINAME)	0,583
Habitacional (FGTS+SBPE)	0,640
MERCADO DE CAPITAIS	0,656
Emissão primária de ações de empresas não financeiras	0,731
Emissão debêntures (não leasing/financeiras)	0,095
Emissão CRI	0,500
TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS DOMÉSTICOS	0,664
Captações Mercado Internacional (bonds e notes)	-0,364
Investimentos Estrangeiros Diretos	0,061
TOTAL DAS FONTES DE RECURSOS EXTERNOS	-0,077
TOTAL DAS FONTES UTILIZADAS	0,622

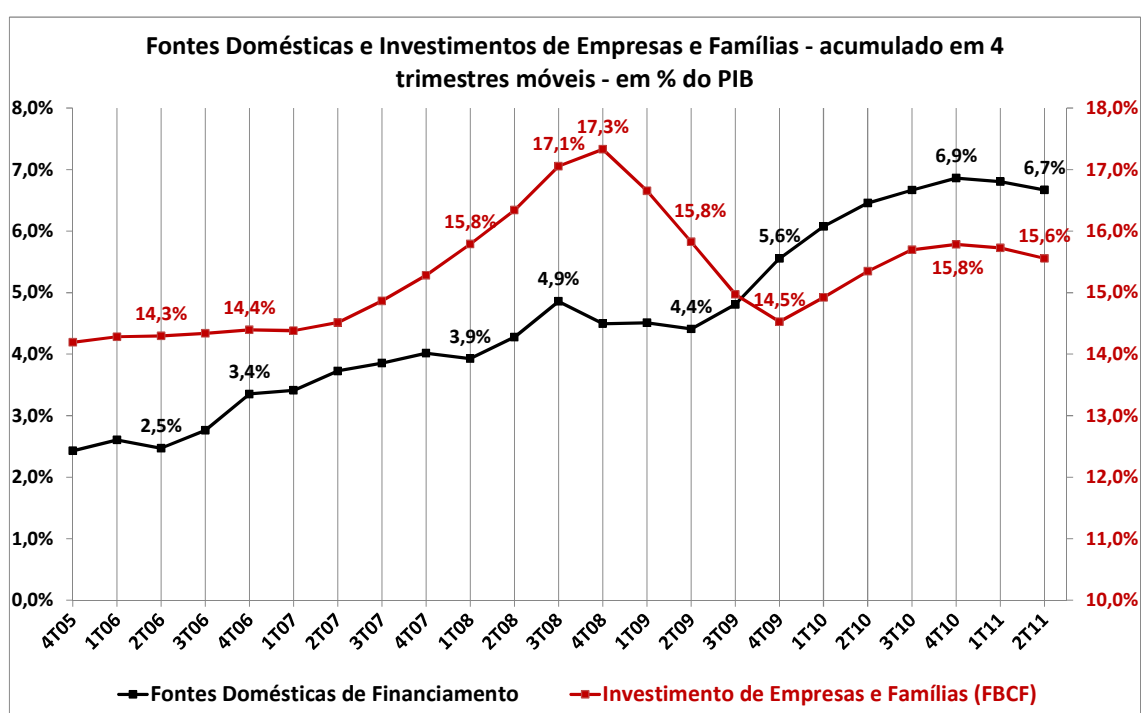
Verifica-se, na tabela 01, que as correlações das fontes domésticas com o investimento de empresas e famílias, 0,664, sugerem a relevância dessas fontes como financiadores dos investimentos de empresas e famílias. Note-se que as emissões de títulos do mercado de capitais apresentam uma correlação maior com os investimentos do que os desembolsos BNDES ou imobiliários, o que apenas reforça a percepção da importância do mercado de capitais no financiamento dos investimentos. Cabe salientar que correlações lineares baixas ou até negativas não implicam, necessariamente em ausência de relação, uma vez que a relação correta entre as fontes e os investimentos pode conter alguma defasagem temporal, para frente ou para trás; o que parece ser o caso das fontes externas⁷.

⁷ Apesar da ausência de correlações positivas, não há dúvidas sobre a contribuição dos investimentos estrangeiros diretos e empréstimos externos de médio e longo prazo ao investimento das empresas e complementação da poupança doméstica.

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

O gráfico 04, a seguir, apresenta a evolução do acumulado em quatro trimestres das fontes domésticas de financiamento de médio e longo prazo e dos investimentos das empresas e famílias, ambos como percentual do PIB.

Gráfico 04

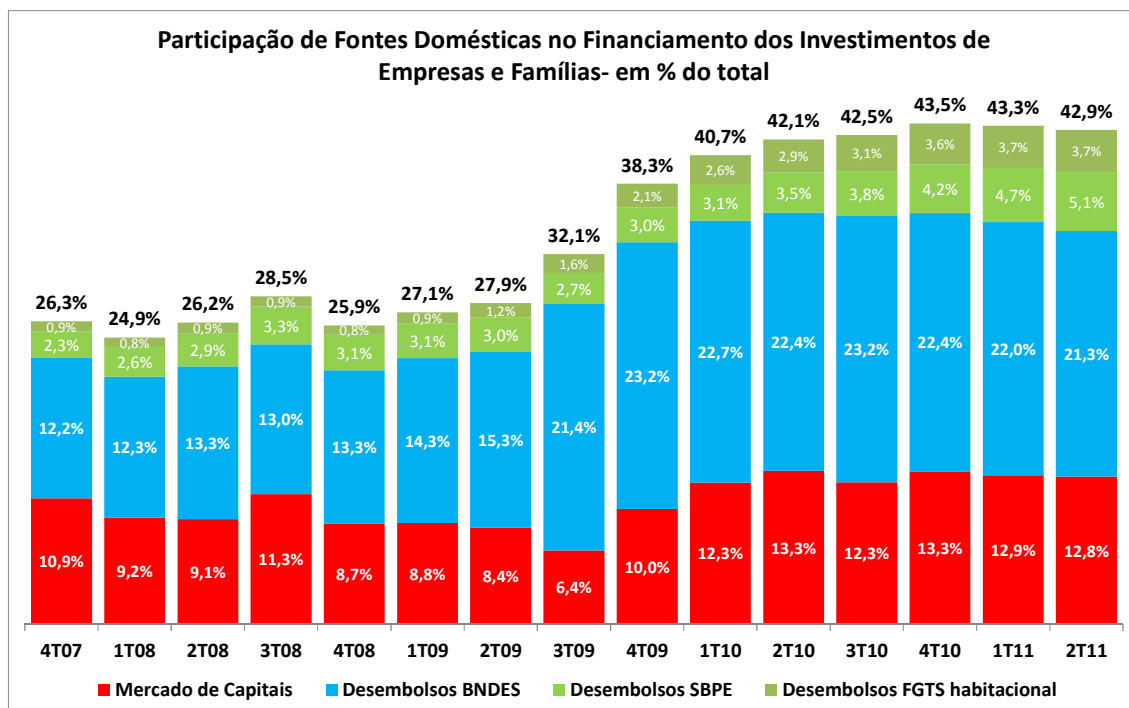


Verifica-se que no período recente, do quarto trimestre de 2009 ao segundo trimestre de 2011, há uma elevada correlação entre o comportamento das fontes domésticas e o investimento das empresas e famílias; houve um crescimento até o quarto trimestre de 2010 e uma pequena queda no primeiro e segundo trimestres de 2011.

O gráfico 05, a seguir, apresenta o comportamento das fontes domésticas de financiamento como proporção do investimento total de empresas e famílias, no acumulado móvel de quatro trimestres.

Gráfico 5

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08

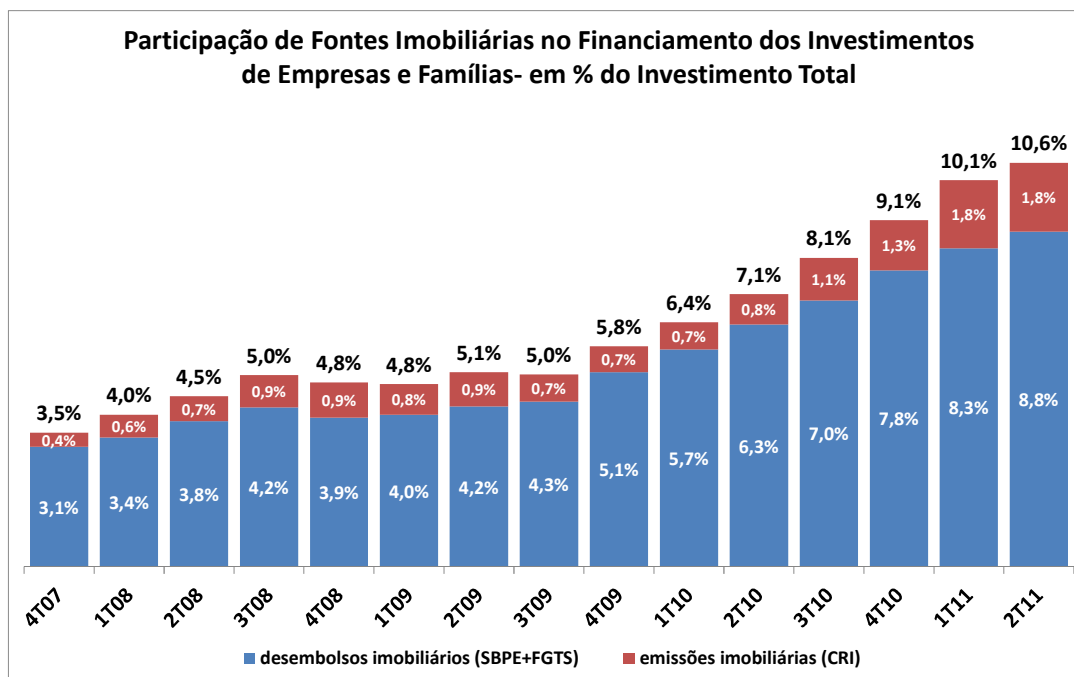


Verifica-se, no gráfico 5, que a crise de 2008 afetou consideravelmente as emissões de títulos de dívida do mercado de capitais o que foi compensado pelos maiores desembolsos do BNDES. Nos últimos seis trimestres, temos uma relativa estabilidade na participação do BNDES e do mercado de capitais e um aumento significativo dos financiamentos imobiliários.

O gráfico 06, a seguir, apresenta a participação das fontes de financiamento do setor imobiliário nos investimentos de empresas e famílias, no acumulado móvel de quatro trimestres.

Gráfico 06

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08



Verifica-se que as fontes do setor imobiliário triplicaram sua participação entre o quarto trimestre de 2007 e o segundo trimestre de 2011 e quase dobraram sua participação a partir do quarto trimestre de 2009. Pode-se dizer que caso haja recursos da caderneta de poupança⁸ os desembolsos do FGTS e SBPE continuarão a crescer e certamente as emissões de certificados de recebíveis imobiliários desempenharão um papel importante no incremento dos investimentos das empresas e famílias.

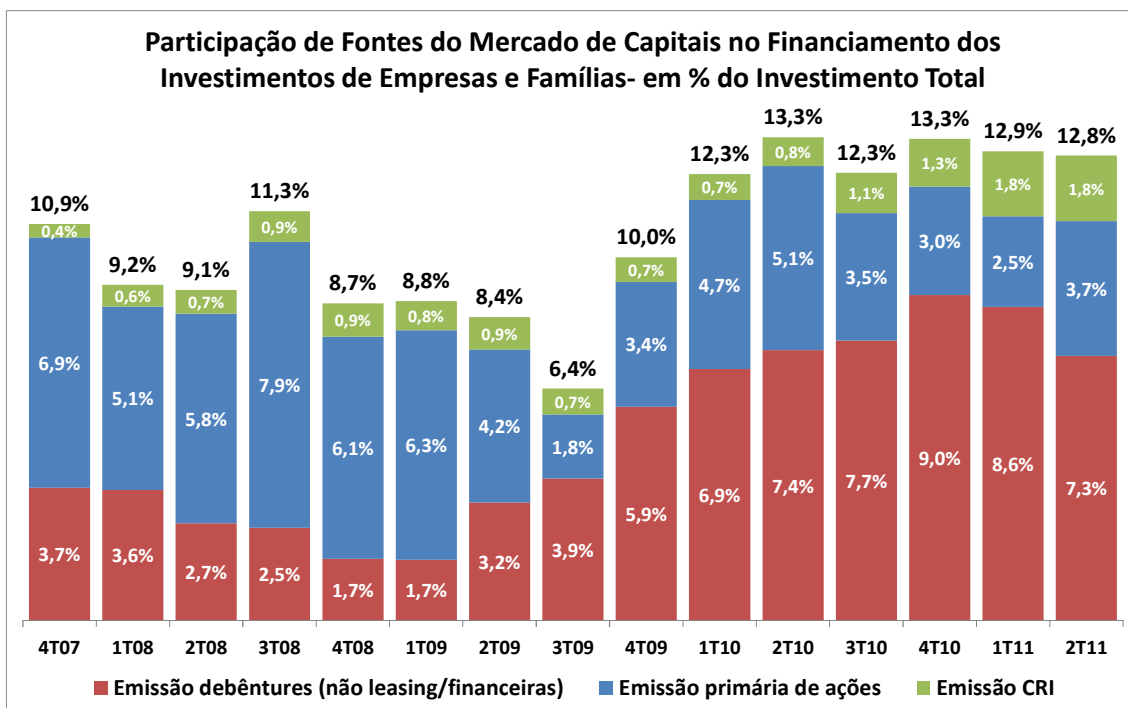
Nas fontes originadas no mercado de capitais (emissões primária de ações, debêntures não financeiras e certificados de recebíveis imobiliários) destaca-se a expansão das emissões de debêntures e certificados de recebíveis imobiliários, já analisado nas fontes imobiliárias, e o recuo das emissões primárias de ações⁹. O gráfico 07, a seguir, apresenta a participação das fontes de financiamento do mercado de capitais nos investimentos de empresas e famílias, no acumulado móvel de quatro trimestres.

Gráfico 07

⁸ Cabe ressaltar que não foram incluídos nesse relatório os financiamentos imobiliários do setor bancário pela dificuldade de segregar o financiamento de imóveis prontos e usados do financiamento para a construção que é o foco deste relatório. Pelo mesmo motivo, existe outra lacuna importante que é a não inclusão de mecanismos de securitização de financiamentos imobiliários.

⁹ Note-se que para evitar distorções, em 2010, não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08



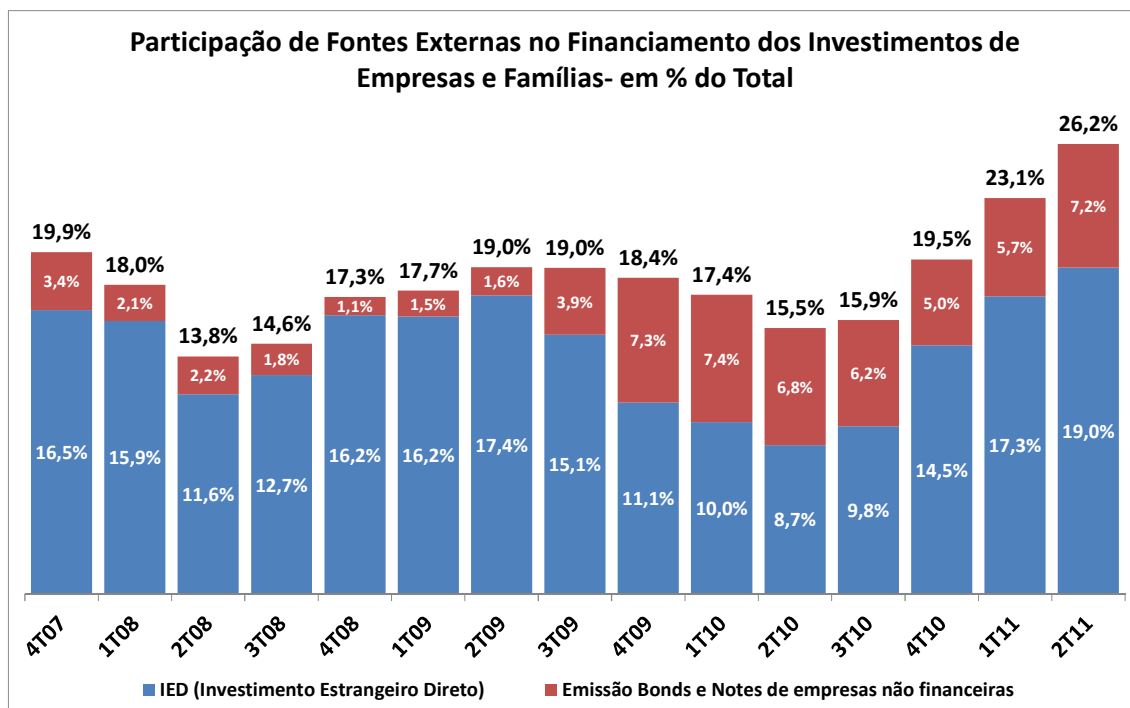
Observação: Não foi considerada a emissão de ações da Petrobrás em 2010.

Constata-se que as emissões de debêntures de empresas não financeiras praticamente dobrou, no segundo trimestre de 2011, em relação ao quarto trimestre de 2007, 3,7% para 7,3%, enquanto a emissão primária de ações, sem considerar a emissão da Petrobrás, caiu sua participação no mesmo período de comparação a quase a metade, 6,9% para 3,7%. Vale lembrar que dentre as fontes de financiamento elencadas a emissão primária de ações tem a maior correlação linear com o investimento das empresas e famílias, 0,733. Apesar de haver uma correlação linear temporal muito baixa entre as fontes externas e os investimentos de empresas e famílias, o gráfico 08, a seguir, apresenta a participação das fontes de financiamento externas, investimentos estrangeiros diretos e captações de *bonds* e *notes* de empresas não financeiras, nos investimentos de empresas e famílias, no acumulado móvel de 4 trimestres.

Gráfico 08

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 08



Constata-se que a participação dos financiamentos de *bonds* e *notes* de empresas não financeiras mais do que dobrou entre o quarto trimestre de 2007 e o segundo trimestre de 2011; no mesmo período o investimento estrangeiro direto cai sua participação até o terceiro trimestre de 2010 e mais do que se recupera nos três trimestres seguintes, de 16,5% para 19,0% no segundo trimestre de 2011. Nos últimos três trimestres, verificamos um elevado crescimento na participação das fontes externas, de 15,9% no terceiro trimestre de 2010 para 26,2% no segundo trimestre de 2011; esse forte crescimento deu-se pelo elevado fluxo de investimento estrangeiro direto nesses trimestres.

5. Análise Preliminar da Poupança Financeira CEMEC versus Poupança Bruta Contas Nacionais

Nessa segunda parte do relatório é feita uma tentativa de correlacionar os fluxos de poupança financeira aos fluxos trimestrais de poupança nacional bruta calculado pelo IBGE nas Contas Nacionais. Por ser um primeiro estudo desse tema ele deve ser encarado como estimativas preliminares sujeitas a modificações metodológicas futuras.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 08

Para se calcular os fluxos de poupança financeira da economia brasileira partiu-se das Contas Financeiras CEMEC com algumas modificações descritas mais adiante. O CEMEC combina informações provenientes de diversas fontes de dados num modelo de contas financeiras¹⁰ para evitar a possibilidade de dupla contagem. Dessa forma, pode-se examinar a evolução da composição da poupança financeira da economia sob diversos enfoques:

- a) ativos financeiros dos investidores institucionais (fundos de pensão, planos de previdência aberta, companhias de seguros e de capitalização e fundos de investimento) e fora dos investidores institucionais (pessoas físicas e jurídicas não financeiras e investidores estrangeiros);
- b) ativos financeiros por alternativas de aplicação (fundos de investimento, ações, títulos de dívida privada, depósitos bancários, títulos públicos e outros);
- c) carteira consolidada de ativos financeiros por instrumentos (ações, títulos de dívida privada, depósitos bancários, títulos públicos e outros).

Como as contas financeiras são elaboradas em termos de estoques de ativos financeiros da economia utilizamos como *proxie* dos fluxos de poupança financeira as diferenças de saldos ao final de cada trimestre. Cabem, ainda, algumas observações e adaptações como segue:

- a) Nas contas financeiras CEMEC trabalha-se com o estoque de ações medido pelo valor do mercado secundário, a cada momento. É claro que a menos das emissões de novas ações as diferenças de estoques de ações refletem, basicamente, as variações de preços das ações; por esse motivo preferiu-se trabalhar com as emissões de ações do mercado primário como *proxie* dos fluxos de poupança financeira desse ativo;
- b) De acordo com a metodologia das Contas Financeiras CEMEC o estoque de títulos públicos é mensurado pelo montante devido por entidades não financeiras;

¹⁰ Para maiores informações sobre as contas financeiras CEMEC veja-se o TDI 01 Metodologia Contas Financeiras CEMEC no endereço:

http://www.cemec.ibmec.org.br/arquivos/estudos/tdi_cemec_01_metodologia_contas_financeiras.pdf.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

TDI CEMEC 08

- c) Como o BACEN em seu Relatório de Estabilidade Financeira¹¹ de setembro de 2011 considera as operações compromissadas com títulos privados como fonte de recursos do sistema bancário no valor de R\$ 222 bilhões optou-se, neste trabalho, a hipótese de correr o risco de alguma dupla contagem e considerar as diferenças de estoque da totalidade de títulos privados como *proxie* do fluxo de poupança financeira desses ativos;
- d) Por falta de dados não se considera nos fluxos de poupança financeira os lucros retidos das empresas abertas e fechadas;
- e) Não se incluiu as variações de saldos da poupança compulsória uma vez que os dados das carteiras disponibilizados ao público pelos administradores dos recursos do PIS/PASEP, FGTS e FAT são anuais e são disponibilizados com grande defasagem¹²;
- f) Pelo fato de que fluxos de poupança, tanto de contas nacionais como de fluxos financeiros, terem intrinsecamente uma sazonalidade bastante marcada, preferimos trabalhar com acumulados móveis de quatro trimestres como forma de isolar esse componente da análise.

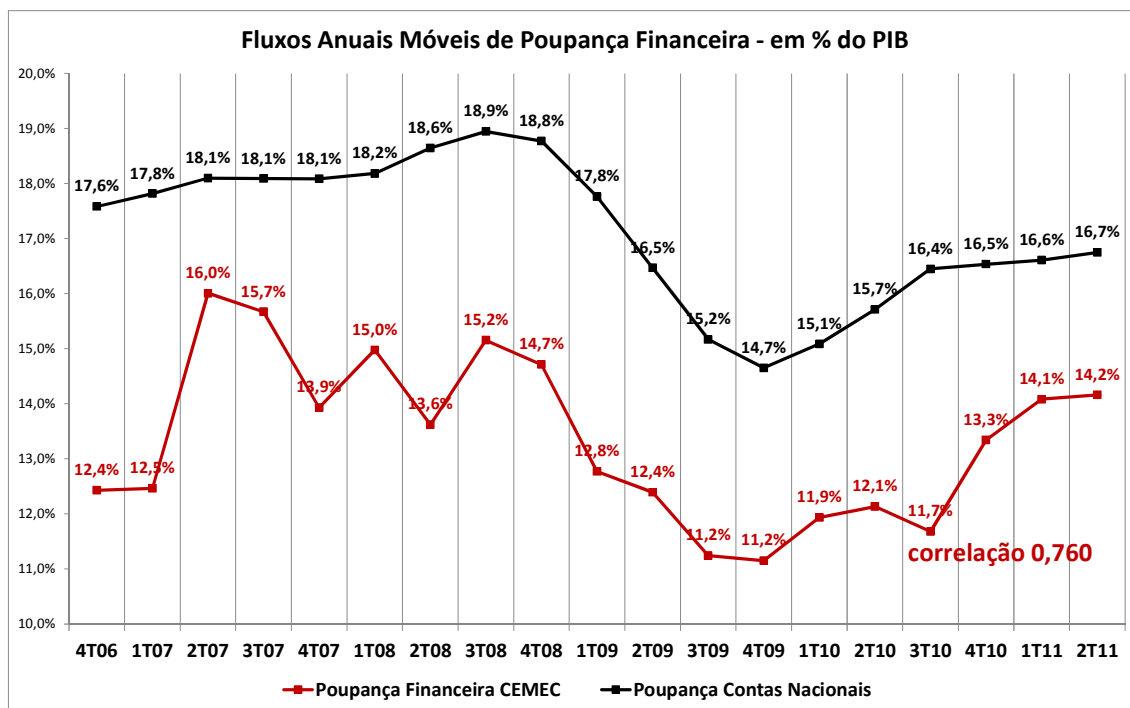
Feitas essas ressalvas e observações procedeu-se à comparação entre os dados das Contas Nacionais e os fluxos de poupança financeira descritos a seguir. O gráfico 09, a seguir, apresenta as correlações obtidas entre os dois fluxos analisados.

Gráfico 09

¹¹ Sobre esse aspecto veja-se o Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central de abril e setembro de 2011 no endereço: <http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201109>. Nestes relatórios fica claro que as operações compromissadas com títulos privados é fonte importante de captação de recursos do sistema bancário.

¹² Nas contas financeiras CEMEC a poupança compulsória é contabilizada procedendo-se a uma interpolação linear entre estoques de dezembro de cada ano; o que se justifica para estoques, mas não para fluxos.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08



Percebe-se que a correlação entre os fluxos financeiros CEMEC e Contas Nacionais é bastante razoável, 0,76, no período de 2006 ao segundo trimestre de 2011. A tabela 02, a seguir, apresenta as correlações lineares obtidas em vários períodos:

Tabela 02

Fluxos de Poupança Financeira CEMEC por ativo financeiro	Correlação Poupança Financeira CEMEC com Poupança Contas Nacionais - 4T2001 a 2T2011	Correlação Poupança Financeira CEMEC com Poupança Contas Nacionais - 4T2006 a 2T2011	Correlação Poupança Financeira CEMEC com Poupança Contas Nacionais - 4T2007 a 2T2011
Total Poupança Financeira Voluntária CEMEC	0,560	0,760	0,842
Emissão Primária de Ações	0,542	0,758	0,785
Títulos Privados Corporativos	0,488	0,826	0,861
Títulos Privados Captação Bancária	0,018	-0,156	-0,074
Depósitos Bancários	0,426	0,673	0,765
Títulos Públicos de Entidades Não Financeiras	-0,222	-0,574	-0,683
Operações Comp. de Fundos e outros ativos	0,556	0,185	0,114
Total Poupança Fin. CEMEC sem tí. públicos	0,600	0,834	0,879

A partir desses resultados pode-se observar o que segue:

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS

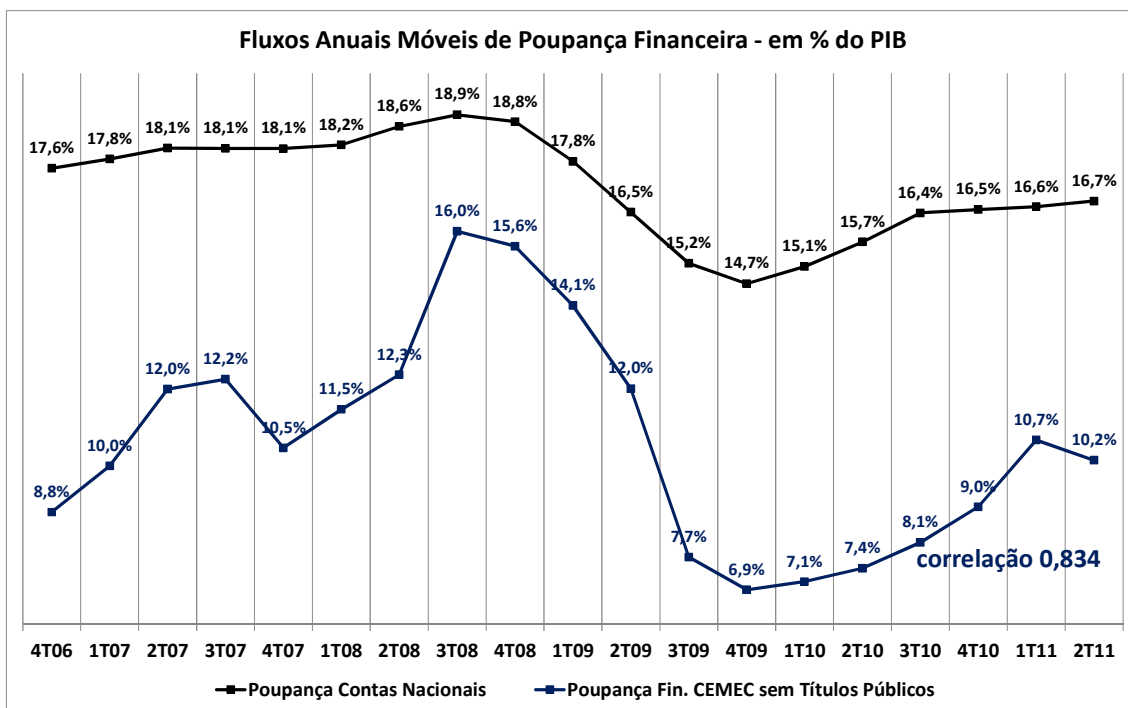
TDI CEMEC 08

- a) Verifica-se que as correlações melhoram à medida que os dados são mais recentes, o que é, de certo de modo, esperado, uma vez que os dados das contas financeiras obtidos de diversas fontes são mais consistentes no período mais recente;
- b) É curioso observar que a correlação entre os fluxos de poupança aplicados em títulos públicos e poupança nacional bruta sejam consistentemente negativos em qualquer período de análise. Apesar de esse ser apenas um resultado empírico, podemos conjecturar que os fluxos financeiros dirigidos ao Governo financiam basicamente as despesas correntes do Governo, uma vez que sua poupança e seus investimentos foram muito baixos nesse período, dessa forma qualquer fluxo financeiro dirigido ao financiamento do consumo do Governo diminui a poupança nacional;
- c) O ranking das correlações aponta o mercado de capitais (ações e títulos de dívida corporativa) como a principal fonte de poupança nacional bruta com as captações bancárias em segundo lugar; esses resultados reforçam a percepção da relevância do mercado de capitais para a formação da poupança nacional bruta e realização dos investimentos.

O gráfico 10, a seguir, apresenta os fluxos de poupança financeira CEMEC, excluindo os fluxos aplicados em títulos públicos, e os fluxos de poupança das Contas Nacionais.

Gráfico 10

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08

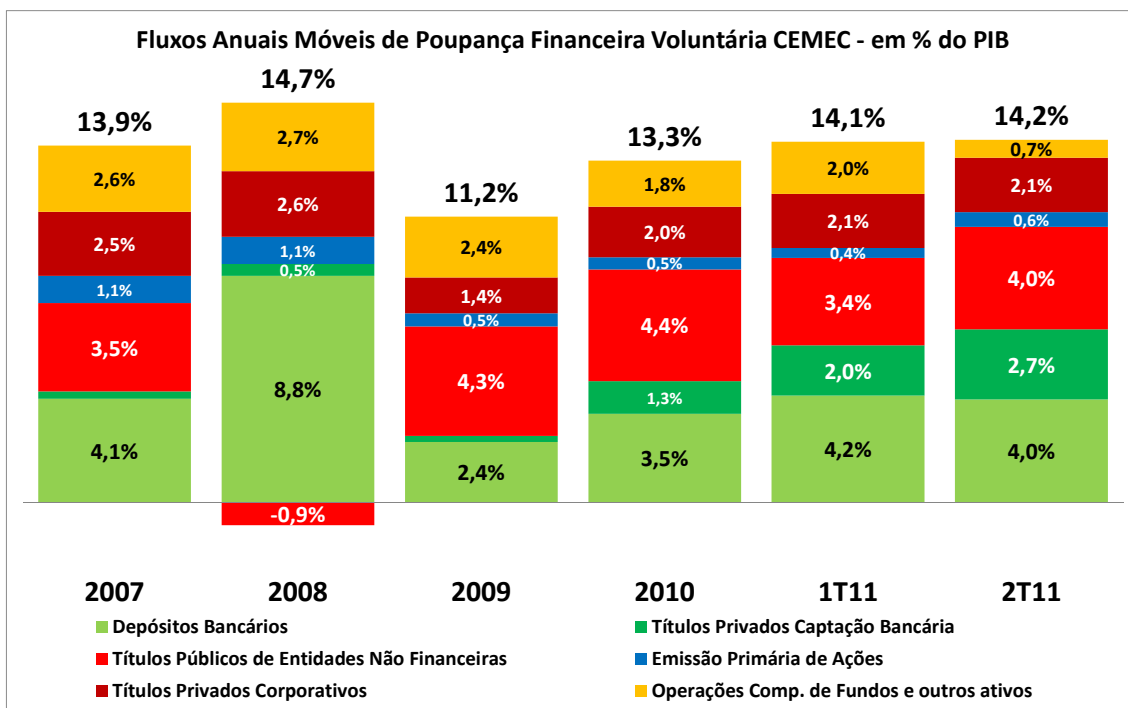


Com a exclusão dos fluxos de títulos públicos a correlação entre a poupança financeira e as Contas Nacionais, no período de 2006 ao segundo trimestre de 2011, sobe de 0,76 para 0,834.

Vamos examinar o comportamento de cada um dos fluxos dos ativos financeiros que compõem a poupança financeira CEMEC. O gráfico 11, a seguir, apresenta os fluxos anuais de poupança financeira de cada um dos ativos financeiros em porcentagem do PIB.

Gráfico11

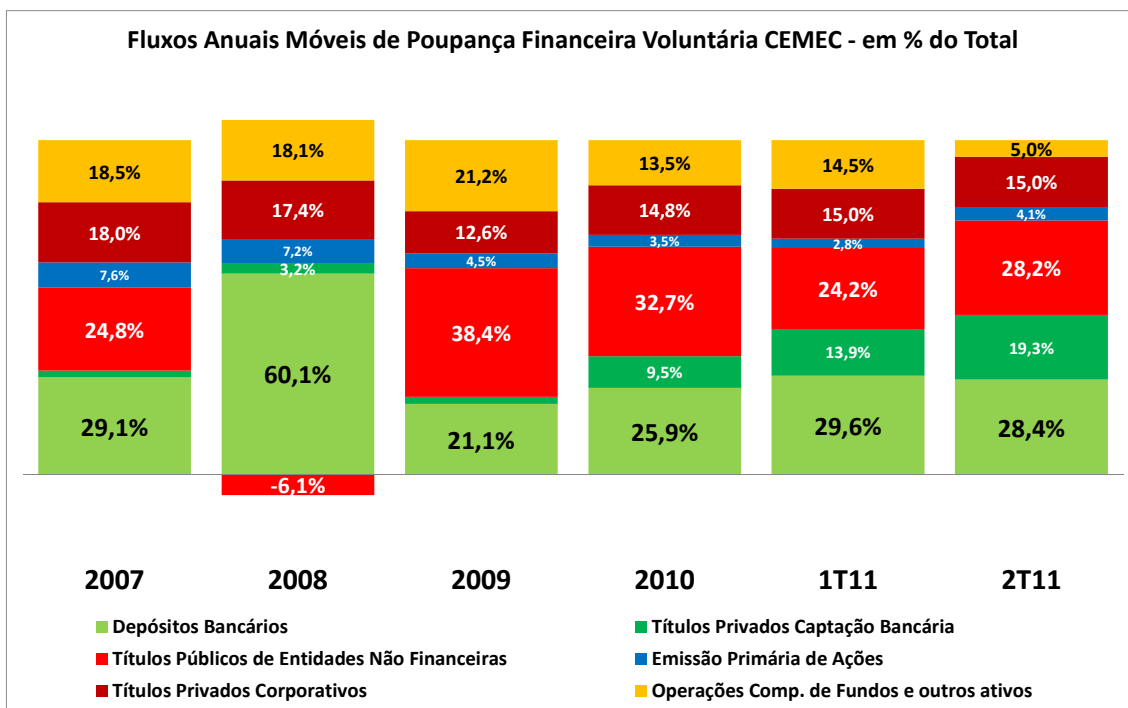
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08



É interessante verificar que no ano de 2008 os fluxos de depósitos bancários mais do que dobraram e houve saques de títulos públicos. No período mais recente, segundo trimestre de 2011, há um crescimento expressivo de títulos privados de captação bancária, comandado pelas letras financeiras, em detrimento das operações compromissadas com títulos públicos feitos pelos fundos de investimento. O gráfico 12, a seguir, apresenta a composição dos fluxos de poupança financeira em cada período.

Gráfico 12

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08



A participação de cada um dos ativos financeiros no total da poupança financeira¹³ demonstra o pouco espaço do mercado de capitais com apenas 19,1% do total dos fluxos financeiros do acumulado móvel anual encerrado no segundo trimestre de 2011; os títulos de captação do sistema bancário ficam com 52,7% (depósitos bancários, 28,4%, títulos privados de captação bancária, 19,3% e operações compromissadas de fundos de investimento com 5,0%) e os títulos públicos ficam com os 28,2% restantes. Cabe lembrar que como salientado anteriormente os títulos públicos podem estar financiando, na sua maior parte, as despesas correntes do Governo; com 28,2% dos fluxos financeiros de poupança voluntária dirigidos ao Governo não é de se admirar que a poupança nacional esteja em níveis tão reduzidos.

¹³ Note-se que os desembolsos BNDES e boa parte dos investimentos imobiliários são financiados pela poupança compulsória (FAT e FGTS) que não fazem parte da poupança financeira aqui analisada

6. Algumas Observações Finais

No acumulado móvel anual encerrado no segundo trimestre de 2011 os investimentos (FBCF + estoques) da economia brasileira atingiram 19,25% do PIB e a poupança nacional atingiu 16,75% do PIB complementado pela poupança externa em 2,5% do PIB. Esses níveis de investimento e poupança são inferiores aos níveis pré-crise e não são suficientes para sustentar um crescimento da ordem de 4,5% ao ano. A análise das correlações entre o investimento privado e as fontes tradicionais de financiamento e entre os fluxos financeiros de poupança doméstica e a poupança nacional das Contas Nacionais levaram a algumas constatações:

1. Tanto no confronto entre as fontes tradicionais de financiamento com os investimentos privados quanto no confronto dos fluxos de poupança financeira com a poupança nacional encontramos os instrumentos do mercado de capitais liderando as correlações. Esses resultados reforçam a percepção da relevância do mercado de capitais no financiamento dos investimentos privados e na formação da poupança nacional;
2. Foi constatada uma correlação negativa entre os fluxos de poupança aplicados em títulos públicos e poupança nacional bruta em qualquer período de análise. Apesar de esse ser apenas um resultado empírico, podemos conjecturar que os fluxos financeiros dirigidos ao Governo financiam basicamente as despesas correntes do Governo, uma vez que sua poupança e seus investimentos foram muito baixos nesse período, dessa forma os fluxos financeiros dirigidos ao financiamento do consumo do Governo diminuem a poupança nacional. Com 28,2% dos fluxos financeiros de poupança voluntária capturados pelo Governo não é de se admirar que a poupança nacional esteja em níveis tão reduzidos

ANEXO 1 - Projeção da Formação Bruta de Capital Fixo das Administrações Públicas – 2007 a 2T2011

A FBCF foi calculada pelas Contas Nacionais do IBGE de 2000 a 2006. A partir de 2007 o IBGE parou de calcular e divulgar as contas econômicas integradas - CEI completas o que nos obriga a projetar os investimentos das administrações públicas. Dentre os dados públicos disponíveis escolheu-se correlacionar os desembolsos ordinários de custeio e investimento da execução financeira do Tesouro Nacional como *proxie* dos investimentos das administrações públicas. A tabela, a seguir, discrimina as informações sobre a execução disponibilizadas pelo Tesouro Nacional.

Execução Financeira do Tesouro Nacional

Fluxos Fiscais
Receitas
Recolhimento bruto
Incentivos fiscais (-)
Outras operações oficiais de crédito
Receita das operações de crédito
Receita do salário educação
Arrecadação líquida da previdência social
Remuneração de disponibilidades - BB
Despesas
Liberações vinculadas
Transferências a fundos constitucionais
Demais transferências a estados e municípios
Transferências da Lei Complementar 87
Outras liberações vinculadas
Liberações ordinárias
Pessoal e encargos sociais
Encargos da dívida contratual interna e externa
Encargos da dívida mobiliária - mercado
Benefícios previdenciários
Custeio e investimentos ← Variável Escolhida como <i>proxie</i>
Operações oficiais de crédito
Restos a pagar
Resultado financeiro do Tesouro

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS TDI CEMEC 08

Como se observa na tabela as liberações de custeio e investimento não incluem: salários e encargos sociais, benefícios previdenciários nem restos a pagar. Esses dispêndios foram colocados em percentual do PIB como mostra a tabela a seguir:

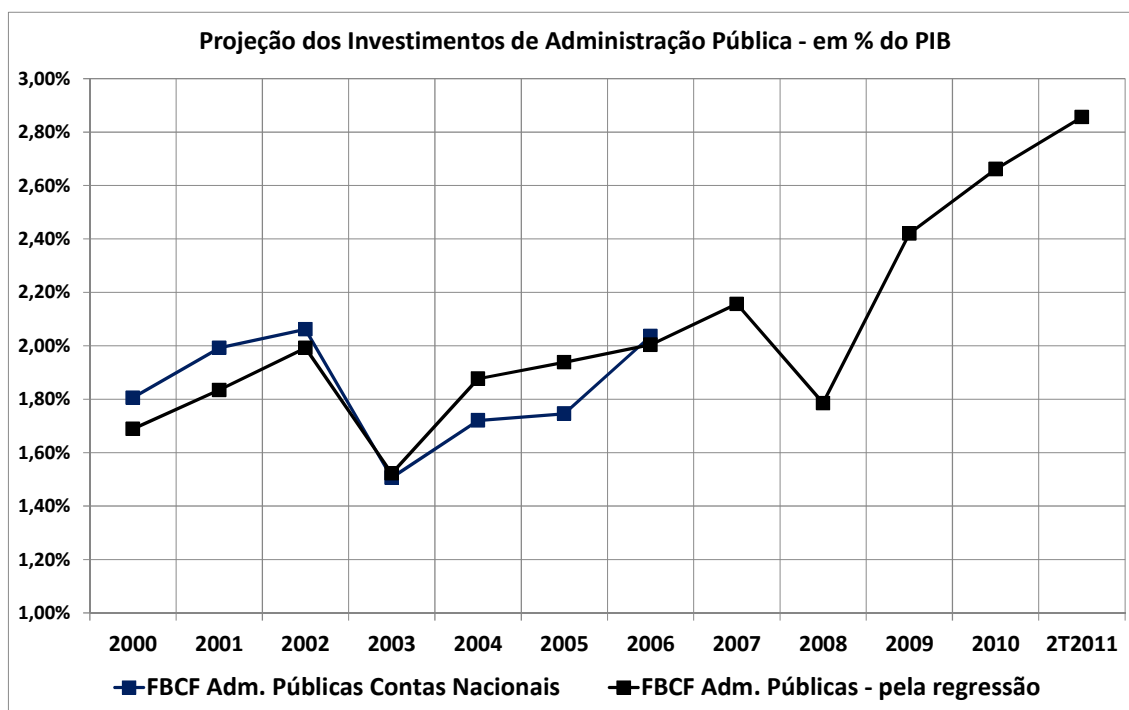
Anos	Despesas STN - custeio e investimento	Despesas STN - custeio e investimento - % PIB	FBCF Adm. Pub. - Contas Nacionais IBGE - % do PIB
2000	39.501	3,35%	1,81%
2001	47.368	3,64%	1,99%
2002	58.376	3,95%	2,06%
2003	51.317	3,02%	1,51%
2004	72.266	3,72%	1,72%
2005	82.539	3,84%	1,75%
2006	94.160	3,97%	2,04%

Fontes: IPEADATA e IBGE. Elaboração: CEMEC

A regressão linear obtida é a que segue:

	Desp. TN	R-Quadrado Ajustado
coeficiente	0,504221	82,9%
t-statistics	36,70342	

O gráfico a seguir apresenta os valores projetados e realizados:



CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08

ANEXO 2 – Estimativas da Poupança e FBCF das Adm. Públicas e do Setor Privado

Período	Investimento	Poupança Externa	Poupança bruta doméstica			Formação bruta de capital fixo			Variação de Estoques	Investimento Privado
			Total	Adm. Pública	Privada	Total	Adm. Públicas	Privado		
2000	18,25%	4,29%	13,96%	-3,46%	17,42%	16,80%	1,81%	14,99%	1,45%	16,44%
2001	18,03%	4,51%	13,52%	-4,84%	18,36%	17,03%	1,99%	15,04%	1,00%	16,04%
2002	16,20%	1,51%	14,69%	-4,48%	19,16%	16,39%	2,06%	14,32%	-0,19%	14,13%
2003	15,77%	-0,18%	15,95%	-3,53%	19,48%	15,28%	1,51%	13,77%	0,49%	14,26%
2004	17,12%	-1,36%	18,47%	-1,39%	19,86%	16,10%	1,72%	14,38%	1,02%	15,40%
2005	16,21%	-1,14%	17,35%	-1,26%	18,61%	15,94%	1,75%	14,19%	0,27%	14,46%
2006	16,76%	-0,83%	17,58%	-2,80%	20,38%	16,43%	2,04%	14,39%	0,32%	14,72%
2007	18,33%	0,25%	18,08%	-0,53%	18,62%	17,44%	2,16%	15,28%	0,89%	16,17%
2008	19,91%	1,92%	18,77%	-0,40%	19,17%	19,11%	1,79%	17,33%	0,80%	18,13%
2009	16,51%	1,86%	14,65%	-0,83%	15,48%	16,95%	2,42%	14,53%	-0,44%	14,09%
2010	19,25%	2,71%	16,54%	0,12%	16,41%	18,45%	2,67%	15,77%	0,80%	16,58%
1970_1979	22,63%	3,46%	19,17%	4,41%	14,77%	21,40%	3,71%	17,70%	1,23%	18,93%
1980_1989	23,07%	2,06%	21,00%	0,47%	20,54%	23,13%	2,75%	20,38%	-0,06%	20,32%
1990_1999	18,78%	1,77%	17,01%	-2,13%	19,14%	18,24%	2,72%	15,53%	0,53%	16,06%
2000_2009	17,31%	1,08%	16,23%	-2,35%	18,58%	16,75%	1,92%	14,82%	0,56%	15,38%
quatro trimestres acumulados em Junho de 2011	19,25%	2,52%	16,73%	0,67%	16,07%	18,40%	2,86%	15,54%	0,86%	16,40%

	Contas Nacionais - IBGE
	Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE
	BACEN, IPEA e outras fontes (vide observações)
	Projeção CEMEC

Observações:

Poupança Externa - de 1970 a 1994 pelo déficit em conta corrente do balanço de pagamentos convertido para reais pela taxa de câmbio média do ano. De 1995 a junho de 2011 Contas Nacionais IBGE.

Poupança Bruta Doméstica Total - de 1970 a 1994 pela diferença entre investimento e poupança externa, de 1995 a junho 2011 dado do IBGE.

Poupança Administração Pública - De 1970 a 1980 (inclusive) adotou-se o dado de Fabio Giambiagi et alli em "Economia Brasileira Contemporânea", ed. Campus, tabela A14. De 1981 a 1999 adotou-se a fórmula: FBCF das adm. Públicas - Necessidades de Financiamento do Governo Central e Estados e Municípios no conceito operacional. De 2000 a 2006 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas. De 2007 a junho de 2011 adotou-se a fórmula: FBCF das adm. Públicas - Necessidades de Financiamento do Governo Central e Estados e Municípios no conceito nominal.

Poupança Privada - De 1970 a 1990 e 2007 a junho de 2011 pela diferença entre poupança doméstica total e poupança das adm. Públicas. De 2000 a 2006 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas.

Formação Bruta de Capital Fixo das Adm. Públicas - De 1970 a 2006 calculado pelo IBGE. De 2007 a junho 2011 projetado pelo CEMEC, ver anexo 1.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS
TDI CEMEC 08

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

Investimento Privado - Pela soma da FBCF do Setor Privado e a variação de estoques das Contas Nacionais do IBGE uma vez que o Governo não tem variação de estoques.