

1 ago 2008

Nº 51

# Autofinanciamento e BNDES sustentam o atual ciclo de investimentos no Brasil

Por Ernani Teixeira Torres Filho  
Gilberto Rodrigues Borça Júnior  
Marcelo Machado Nascimento  
Superintendente e economistas da APE

**Para ampliar investimentos é necessário fortalecer mecanismos domésticos de financiamento de longo prazo**

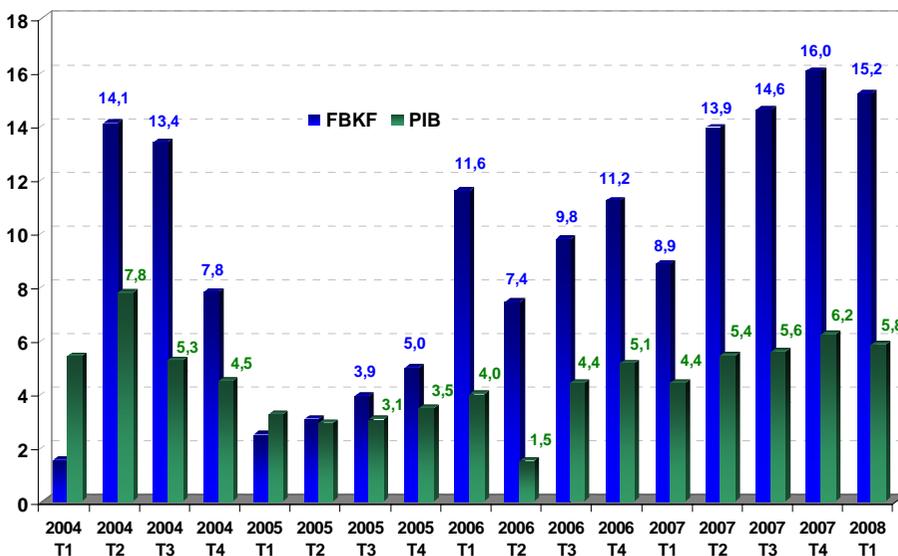
A economia brasileira atravessa o mais longo e intenso ciclo de investimentos desde o final da década de 1970. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) vem crescendo acima do PIB há 12 trimestres consecutivos. Os dados referentes ao 1º trimestre de 2008 mostram que o investimento cresceu mais de 15% frente ao mesmo período do ano anterior, ou seja, quase três vezes mais que a expan-

são do PIB na mesma base de comparação (Gráfico 1).

Essa trajetória de expansão dos investimentos foi, ainda em seu início, identificada pelo BNDES. Desde 2006 é realizada uma pesquisa prospectiva sobre a evolução dos investimentos na economia brasileira. Sua base primária de informações reside tanto nos projetos em andamento no Banco, como nos dados disponíveis nas empresas sobre seus horizontes de investimentos. Os resultados da pesquisa realizada em 2007 apontam para

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

**Gráfico 1: Taxa de Crescimento (em %) da FBKF e do PIB**  
Trimestre contra trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE

uma necessidade de fundos de longo prazo para a Indústria e a Infra-Estrutura de, aproximadamente, R\$ 200 bilhões por ano entre 2008-2011. Com isso, a taxa de investimento da economia atingiria 21% do PIB em 2010.

Tal cenário coloca a economia brasileira diante de um grande desafio: como viabilizar os mecanismos de financiamento de longo prazo adequados a esse ritmo acelerado de expansão dos investimentos? Esse tema é o objeto de análise deste número do Visão do Desenvolvimento.

## Panorama atual

Ao longo das últimas cinco décadas, o investimento na Indústria e na Infra-Estrutura no Brasil foi financiado, basicamente, com os lucros retidos das empresas (autofinanciamento) e com fundos públicos, particularmente aqueles administrados pelo BNDES. Em alguns momentos, as captações externas e os lançamentos primários de ações em bolsa tiveram papel importante, mas sempre limitados aos ciclos de liquidez da economia nacional e da internacional.

O cenário atual não parece ser muito diferente. Apesar da dificuldade de se obter dados precisos, as informações mais recentes indicam que o atual ciclo de investimentos continua seguindo esse mesmo padrão de financiamento de longo prazo: primordialmente sustentado pelo autofinanciamento das empresas e recursos do BNDES. Para superar esse problema de escassez de informações, o trabalho se baseou em dados aproximados para cada uma das fontes de financiamento de longo prazo para a Indústria e a Infra-Estrutura.

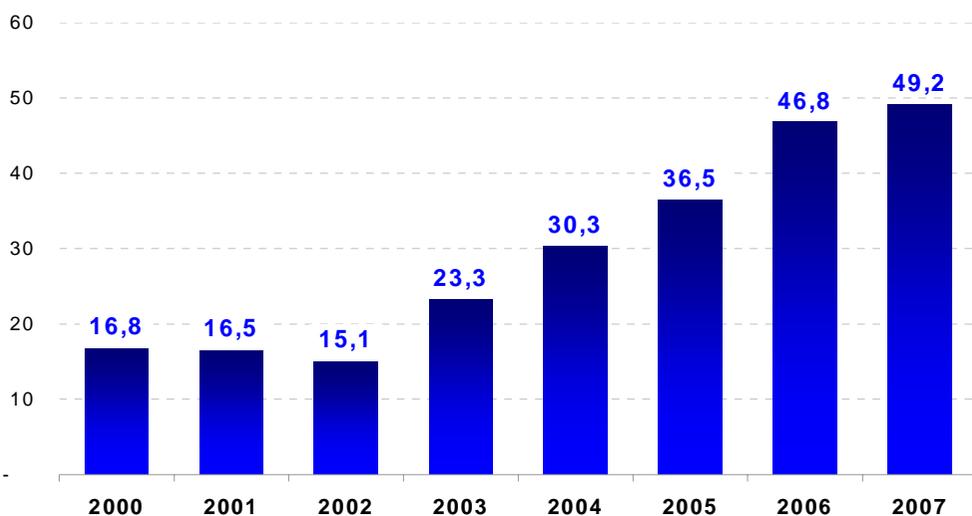
Os números relativos ao autofinanciamento foram obtidos a par-

tir da análise do balanço das 130 maiores empresas abertas dos setores industriais e de serviços de utilidade pública.

No caso das emissões primárias de ações, foram segregadas as informações dos referidos setores mediante a utilização da classificação setorial da Bovespa. Nas emissões de debêntures, excluíram-se todas as operações das empresas de *leasing*.

Os dados de captações externas refletem o total das captações de renda fixa com instrumentos de longo prazo, ou seja, excluem operações de *trading finance* e empréstimos bancários de curto prazo. Para estas informações fo-

**Gráfico 2: Evolução do Autofinanciamento de 130 Empresas de Capital Aberto (2000-2007) – em R\$ Bilhões**



Fonte: Economática e CVM

ram cruzados dados das seguintes fontes: Bloomberg, ANBID e BCB. Por fim, os dados do BNDES correspondem aos desembolsos realizados para a Indústria e a Infra-Estrutura, de acordo com a classificação setorial utilizada pelo próprio Banco em suas estatísticas de desempenho.

Com relação ao autofinanciamento, o Gráfico 2 mostra os lucros retidos das 130 maiores empresas de capital aberto, responsáveis por mais de 90% do volume diário do mercado de ações da Bovespa.

Observa-se que, entre 2000 - 2002 e 2005 -

2007, o autofinanciamento desse grupo de empresas triplicou, passando, em média, de R\$ 15 bilhões para, aproximadamente, R\$ 45 bilhões.

O lucro retido constitui-se em uma fonte de recursos particularmente importante para as empresas, sendo, simultaneamente, fundo de longo prazo e aumento de capital próprio. Seu crescimento eleva, conseqüentemente, a capacidade de as empresas atraírem recursos de terceiros, seja mediante a ampliação de seus débitos ou do lançamento primário de ações.

O aumento dos lucros retidos

responde, por sua vez, à expansão das vendas e das margens que as empresas praticam em suas atividades. No início de um ciclo de crescimento, esses dois componentes tendem a aumentar mais rapidamente que os gastos com acréscimo de capacidade produtiva. Todavia, uma vez que os investimentos se acelerem, as necessidades de financiamento de longo prazo tendem a crescer em maior velocidade do que os lucros retidos, o que torna essencial um maior grau de alavancagem.

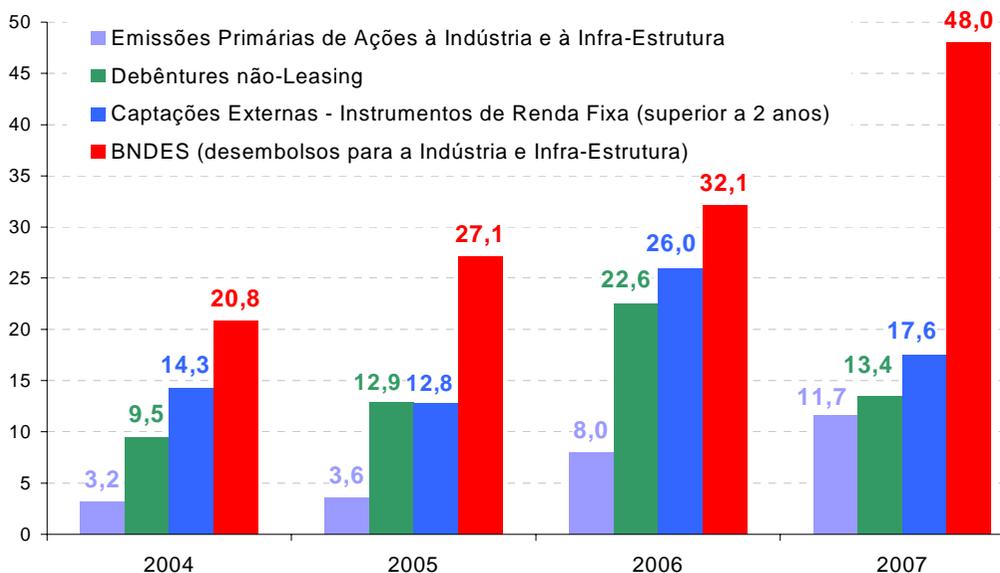
Os mercados de ações também

vêm tendo um papel cada vez mais ex-

pressivo como fonte de *funding* de longo prazo para o atual ciclo de inversões. De acordo com o Gráfico 3, as emissões primárias de ações à Indústria e à Infra-Estrutura, que haviam sido de R\$ 3,2 bilhões em 2004, chegaram a R\$ 11,7 bilhões em 2007. Este crescimento se deve, basicamente, à maior demanda de investidores estrangeiros por ações de empresas brasileiras. Basta observar que, no ano de 2007, aproximadamente 75% do total dos lançamentos primários de ações foram adquiridos por investidores externos.

Uma segunda característica do

**Gráfico 3: Evolução das Fontes de Financiamento de Longo Prazo (2004-2007) – em R\$ Bilhões**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da ANBID, BCB, Bovespa, Bloomberg, BNDES, CVM e Economática.

mercado acionário recente é que os recursos das emissões primárias vêm sendo direcionados para um conjunto limitado de setores. Haja vista que Alimentos e Energia Elétrica responderam, entre 2004 e 2007, pela metade de todas as captações ocorridas destinadas à Indústria e à Infra-Estrutura.

O mercado de debêntures, por outro lado, mostrou maior vitalidade que o de ações. Parte disso se deve ao fato de a maioria dos lançamentos concentrar-se em opera-

ções de empresas de *leasing* associadas a bancos comerciais. O número de companhias não-financeiras emissoras não ultrapassa 35 desde 2000. A emissão de debêntures desse conjunto de empresas também não apresentou expansão significativa frente a outras fontes de financiamento: entre 2004 e 2007, passou de R\$ 9,5 bilhões para R\$ 13,4 bilhões (Gráfico 3). Além disso, semelhantemente ao mercado acionário, tais emissões foram concentradas em alguns poucos setores, como energia elétrica, telecomunicações e mineração<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ver Visão do Desenvolvimento nº 27.

No que diz respeito às captações externas, os instrumentos de renda fixa superiores a dois anos também têm, até o momento, apresentado uma contribuição pequena para o financiamento de longo prazo dos investimentos brasileiros. De acordo com o Gráfico 3, entre 2004 e 2007, as captações realizadas pelas 130 maiores empresas não-financeiras passaram de R\$ 14,3 bilhões para R\$ 17,6 bilhões.

Por fim, os desembolsos do BNDES para a Indústria e a Infra-Estrutura apresentaram um comportamento fortemente expansivo.

Mais que dobraram e n t r e 2 0 0 4 - 2 0 0 7 ,

crescendo de R\$ 21 bilhões para R\$ 48 bilhões. É importante destacar que o BNDES aumentou sensivelmente seu escopo de atuação, financiando uma ampla gama de setores, especialmente aqueles mais intensivos em capital, como siderurgia, papel e celulose, petroquímica na Indústria e energia elétrica e transporte na Infra-Estrutura.

## **Perspectivas**

A aceleração do ritmo de investimentos na Indústria e na Infra-Estrutura aponta para uma ne-

cessidade de recursos de, aproximadamente, R\$ 200 bilhões por ano no quadriênio 2008-2011. Diante desse cenário, torna-se relevante fortalecer os mecanismos domésticos de financiamento de longo prazo no Brasil. Para tanto, é fundamental valorizar e ampliar os mercados de renda fixa, particularmente de títulos privados. Nesse contexto, destacam-se ações que promovam o mercado secundário desses papéis. No caso das bolsas, se deseja a desconcentração setorial das emissões primárias, tornando o mercado

acionário um amplo e mais relevante canal para a promoção do investimento produtivo.

É importante também atrair mais investidores nacionais para a bolsa.

Os fundos de pensão e as seguradoras - investidores institucionais que, por excelência, têm como horizonte o longo prazo - são atores que podem auxiliar muito o preenchimento dessas lacunas. Na medida em que o Brasil caminha para manter uma trajetória de crescimento sustentada, a alta concomitante da massa real de salários deverá aumentar sensivelmente a captação de poupança privada pelo sistema de previdência

complementar, viabilizando uma participação cada vez maior dessa fonte no financiamento de longo prazo doméstico.

Entretanto, é preciso ter claro que mudanças no mercado de capitais requerem tempo para dar resultado. Não existem medidas fáceis nem de rápida implementação. A indústria financeira do país mostra possuir boas instituições, ampla gama de produtos, forte taxa de crescimento no passado recente. Entretanto, seu tamanho relativo é ainda insuficiente para fazer frente aos

desafios do financiamento do desenvolvimento.

O autofinanciamento e os desembolsos do BNDES continuam sendo as fontes mais relevantes de financiamento à Indústria e à Infra-Estrutura nos últimos anos.

No médio prazo, o ritmo dos investimentos privados requer também o fortalecimento dos mecanismos públicos de financiamento e poupança. Depois

de terem se recuperado das crises dos anos 90, o FAT e o FGTS acumularam grandes volumes de recursos líquidos que, nos últimos quatro anos, viabilizaram investimentos para indústria, infra-estrutura e habitação. Seu fortalecimento e continuidade são muito importantes. Em paralelo, é preciso diversificar as fontes de recursos, ampliar prazos e dar maior liquidez aos mercados privados.

Há uma enorme agenda ainda a se realizar: ampliar os recursos para os investimentos, diminuir o

custo de capital e desenvolver

## É preciso diversificar as fontes de recursos e fortalecer a base do financiamento doméstico de longo prazo

instrumentos financeiros adequados às necessidades dos agentes econômicos. Enfim, é necessário fortalecer a base do financiamento doméstico de longo prazo para ampliar a confiança e a disposição ao risco de os investidores nacionais alocarem recursos na formação de capital fixo no Brasil.



O BANCO DO DESENVOLVIMENTO  
DE TODOS OS BRASILEIROS

Se você quer receber os próximos números desta  
publicação envie e-mail para  
*[visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br](mailto:visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br)*.