

ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA INFLAÇÃO E DO PRODUTO INTERNO BRUTO SOBRE O MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO, NO BRASIL, ENTRE OS ANOS DE 1986 E 2016

Leonardo Flores da Cunha Dias¹

Maris Caroline Gosmann

RESUMO

Esta pesquisa visa analisar a influência que as variáveis Inflação e PIB exercem sobre o mercado de capitalização no Brasil, de modo a evidenciar que, a partir de uma economia estável, as grandes instituições financeiras tendem a ingressar cada vez mais neste ramo, que apresenta grandes oportunidades de crescimento econômico. Para tanto foi realizado uma análise quantitativa do mercado de capitalização nos últimos 30 anos, através de uma regressão linear realizada pelo modelo estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Este estudo comprovou que a inflação exerce uma influência negativa e que o PIB contribui de forma positiva com o mercado de capitalização. Ou seja, quanto maior for a desvalorização da moeda, menor será o ganho real esperado pelo mercado e quanto maior for a produção interna do país, melhor será o resultado do setor. Além destas evidenciações feitas para o mercado de capitalização, é possível afirmar que esta pesquisa trará maiores desenvolvimentos científicos numa área de estudo pouco explorada, em especial, em horizontes de tempo maiores, como neste trabalho que considera 30 anos.

Palavras-chave: Capitalização, Inflação, Produto Interno Bruto (PIB), Brasil, Economia.

ANALYSIS OF THE INFLATION AND GROSS DOMESTIC PRODUCT (GDP) INFLUENCE ON THE MARKET CAPITALIZATION, IN BRAZIL, BETWEEN THE YEARS OF 1986 AND 2016

ABSTRACT

This survey has the objective to analyze the influence that the variables Inflation and Gross Domestic Product (GDP) exert on the market capitalization in Brazil, in order to highlight that, from a stable economy, the large financial institutions tend to join increasingly in this branch, which presents great opportunities for economic advancement. To that end, was performed a quantitative analysis of market capitalization in the last 30 years, by means of a linear regression performed by the estimated model by Ordinary Least Squares (OLS). This study proved that the inflation exert a negative influence and the OLS contributes in a positive way to the market capitalization. That is, the greater the devaluation of the currency, the less will be the real gain expected by the market and the higher domestic production in the country, the better will be the result of the sector. In addition to these evidences made for the market capitalization, it is possible to say that this survey will bring greater scientific developments in the area of study less explored, especially in a larger time horizons, as in this work that considers 30 years.

KeyWords: Capitalization, Inflation, Gross Domestic Product (GDP), Brazil, Economy.

¹ Aluno do curso de graduação em Ciências Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS. Artigo apresentado para a disciplina Trabalho de Conclusão de Curso, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Atuariais, sob orientação da Prof. Dra. Maris Caroline Gosmann, em dezembro de 2017. E-mail: lflorescunha@outlook.com

1. INTRODUÇÃO

Conforme descrito por Weber (1931), o inventor e criador da primeira sociedade de capitalização teria sido Paul Verger, diretor de uma cooperativa de mineiros na França, que tinha como objetivo principal proporcionar auxílio financeiro através de um fundo de poupança comum.

O título de capitalização criado por Verger vinha a ser uma espécie de poupança monetária programada, que consolidava-se através de um atrativo dado em forma de sorteio. Este sistema criado por Verger, sustentado pelo princípio do mutualismo, era composto por uma associação de 250 membros. Para a constituição de um fundo comum, estimava-se a contribuição de 10 centavos, por semana, de seus colaboradores. Deste modo, parte do montante arrecadado era distribuído em forma de sorteios realizados em datas comemorativas (Páscoa, São João e Natal), tendo o contemplado, o direito de resgatar antecipadamente o valor que seria poupado ao final dos pagamentos, como descreve Amador (2002).

Segundo dados da Federação Nacional de Capitalização - FENACAP (2013), os primeiros planos de capitalização, no Brasil, surgiram a partir da aprovação do decreto nº 18.891 de 4 de setembro de 1929, que concedia autorização para a Sul America – Capitalização operar. Com o avanço da urbanização dentro do país e a busca por uma maneira de fomentar a economia, parte dos recursos movimentados pela capitalização eram destinados ao financiamento de atividades na área de construção civil, o que gerou grande aceitação dos consumidores e acabou proporcionando um elevado crescimento deste mercado até meados dos anos de 1940.

Entretanto, conforme descrito por Amador (2002), com a desvalorização da moeda e, por consequência, o crescimento do processo inflacionário, o período próspero da capitalização passou por sua primeira turbulência na década de 1950. A partir deste momento, foi possível notar que a capitalização sempre esteve e sempre estará ligada às oscilações ocorridas dentro do cenário macroeconômico.

Neste caso, considerando que um dos principais objetivos do título de capitalização é a formação de uma poupança monetária programada, torna-se imprescindível para a vitalidade do produto que a deflação da moeda mantenha um comportamento baixo e estável, visando preservar sua atratividade à longo prazo.

Desta forma, diante de uma economia que se mostrou muito instável entre os anos de 1980 e 1990, com índices inflacionários chegando a atingir a marca de 2000% ao ano, conforme os indicadores do INPC e IPCA, estar no mercado de capitalização deixou de ser algo tão

recompensador para as grandes instituições financeiras. Entretanto, a partir de uma economia mais estável, a capitalização pôde expandir-se, frente a um cenário favorável para o desenvolvimento das empresas atuantes neste mercado.

Para tanto, entender a volatilidade do mercado de capitalização diante das variações macroeconômicas tornou-se fundamental tanto para as empresas que já operam quanto para as que querem ingressar neste ramo.

Nesse contexto, a proposta deste trabalho científico visa apresentar conceitos, definições e ferramentas necessárias para mensurar de maneira quantitativa a influência que a Inflação e o Produto Interno Bruto (PIB) exercem sobre o mercado de capitalização. Bem como, evidenciar que, a partir de uma economia estável, as grandes instituições financeiras tendem a ingressar cada vez mais neste ramo, que apresenta grandes oportunidades de crescimento econômico. Ademais, a pesquisa trará maiores desenvolvimentos científicos numa área de estudo pouco explorada, em especial, em horizontes de tempo maiores, como neste trabalho que considera 30 anos.

Compõe a organização deste estudo, além da presente introdução, o referencial teórico, os procedimentos metodológicos, a análise dos resultados e, na sequência, as considerações finais

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção serão apresentadas as pesquisas bibliográficas sobre os temas abordados ao longo do projeto, visando uma melhor compreensão e análise do problema de pesquisa, para alcançar os objetivos propostos.

2.1. O BRASIL E AS CONSEQUÊNCIAS DO “MILAGRE ECONÔMICO”

O popularmente conhecido como “milagre econômico” foi um período, vivido na ditadura militar, em que, apesar de não ter o maior crescimento econômico nominal já registrado, apresentou as maiores taxas de desenvolvimento econômico da história do Brasil. Conforme conta Lacerda (2002, p.112):

“O crescimento médio do PIB no período 1967-1973 atingiu 11,2% ao ano, enquanto a indústria manufatureira cresceu à taxa de 12,6%. O crescimento da produção de bens duráveis alcançou, em média, 23,6%, e o de bens de capital, 18,1%. Houve aumento das importações, de 5,4% para 8,6% do PIB, enquanto as exportações mais que dobraram, resultando em uma balança comercial praticamente equilibrada”.

Vistos isoladamente, estes números pareciam milagrosos, e de fato eram, porém em contrapartida, a dívida externa do país dobrou, conforme dados do Banco do Brasil e Banco Central (apud Lacerda, 2002, p.114) “endividamento externo líquido passou de US\$ 3,1 bilhões, em 1967, para US\$ 6,2 bilhões em 1973”. Além do cenário econômico, o quadro social da população declinou, como mostra Amador (2002, p.92):

“Tratava-se de um agravamento geral do quadro de indicadores sociais, isto é, indicadores de pobreza, que entraram em absurdo descompasso com os indicadores favoráveis do crescimento da riqueza. Assim, para se dar um exemplo, enquanto aumenta o número de pessoas empregadas por família, cai o valor médio do salário dos chefes de família. Agravam-se as condições de saúde, com o crescimento das taxas de mortalidade infantil em todo o país, e o reaparecimento de epidemias já consideradas debeladas, como a da meningite”.

O reflexo disso pôde ser observado também na inflação. Nos anos seguintes, a inflação começou a crescer de forma exponencial, conforme conta Lacerda (2002), os índices inflacionários passaram de 29,4% em 1975, para 77,2% em 1979 e chegaram a 235,1% em 1985. Sendo que, neste momento a dívida externa brasileira já encontrava-se na faixa dos US\$ 100 bilhões.

Apesar da correção monetária, inserida através da Lei Nº 4357/64 (1964, art. 3º), ainda não ser específica para os títulos de capitalização, o mercado buscava se manter da maneira que fosse possível, conforme descreve Amador (2002, p 94):

“A capitalização se defendia com as armas a seu alcance, sobretudo aquelas que haviam sido aportadas pelas sociedades de crédito imobiliário, que agora integravam o mercado. E foram elas que contribuíram para a agilização nas vendas, introdução da correção monetária em bases mais justas para o adquirente do título, cobrança de prêmios através de rede bancária, e a mecanização das operações pelo uso cada dia mais frequente do computador.”

Desta forma, mesmo sem a obrigatoriedade da correção monetária, para não perder investidores, algumas empresas passaram a operar com títulos de capitalização híbridos, que uniam os prêmios da capitalização com a correção das cadernetas de poupança. Assim, o mercado conseguiu evoluir, apesar da crescente deflação da moeda, obtendo um grande aumento nas receitas, que passaram de 278,54 milhões em 1979 para 566,41 milhões em 1984, a valores correntes de 2016, conforme conta Amador (2002).

2.2. O MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO PÓS-DITADURA MILITAR

Com o término da ditadura militar em 1985, após mudanças político-econômicas no país, o mercado brasileiro passa pelo processo de abertura em diversos setores econômicos, dentre eles, pode-se destacar o setor financeiro e o setor de seguros e capitalização.

Neste cenário, ocorre o ingresso de dois gigantes no mercado de capitalização, Bradesco e Bamerindus, que fazem com que a expectativa para os anos futuros cresça, conforme descreve Amador (2002, p.98):

“De imediato, a presença de grupos financeiros de tal porte e credibilidade provocou no mercado uma boa reversão de expectativas, em relação dos abalos sofridos no início da década. Responsáveis pela introdução do débito em conta corrente, que permitirá a queda no nível de inadimplência no pagamento de mensalidades, e pela utilização de uma rede de pontos de negócios que, finalmente, passava a cobrir a totalidade do território nacional, Nacional, Bradesco e Bamerindus promoveram uma verdadeira revolução no mercado”.

Em torno deste fato, todo mercado começou a crer que o ano de 1985 teria uma receita excepcionalmente superior à 1984, porém, não foi isto que aconteceu. Chamado por alguns como o “ano da esperança”, em 1985, o Brasil deveria ser governado por Tancredo Neves, eleito presidente da república de forma indireta, porém um pouco antes de tomar posse, veio a falecer. No lugar dele, José Sarney assumiu a presidência e ficou responsável por governar um país que registraria uma inflação de 239,02% segundo dados do INPC-IBGE (apud Amador, 2002, p. 99).

Findado o ano de 1985, os números não corresponderam à expectativa criada no ano anterior. Segundo Amador (2002), “A inflação vitimava a sociedade e suas instituições. E uma de suas vítimas foi a Capitalização, que não teve como confirmar as boas expectativas das empresas”. Naquele ano, completamente oposto do que se esperava, o mercado fechou em queda. As receitas ficaram em torno de R\$ 470 milhões, contra os mais de R\$ 560 milhões registrados no ano anterior.

Procurando conter a inflação que vinha crescendo ano após ano, foi lançado no início de 1986 o Plano Cruzado, que apresentava uma nova moeda e mantinha os preços congelados por tempo indeterminado. Neste ano, o mercado de capitalização passou por um momento de paz, se comparado aos anos anteriores. A inflação medida ficou em 59,21% e a receita do mercado de capitalização praticamente triplicou, chegando ao total de R\$ 1,2 bilhões, a valores correntes de 2016.

Porém, conforme conta Rezende (1999, p. 173, apud Amador, 2002, p. 101):

“A boa vontade do Presidente Sarney, e o messianismo do Ministro Dílson Funaro pareciam ter salvado o Brasil. Nesse ano bom, de saudosa memória para o povo, as vendas cresceram 22,8%, a produção de bens de consumo duráveis (o plano da tão esperada geladeira nova) subiu 33,2%, a taxa de desemprego caiu de 4,4% em março para 3,8% em junho, e os salários apresentaram um ganho real de 12% desde fevereiro. Com mais dinheiro e menos preço, o povo começou a comprar. O consumo excessivo deu nascimento à prática do ágio, na carne, no leite, nos brinquedos e nos eletrodomésticos. A inflação começava de novo a mandar recados. Tentou-se um “Cruzadinho”. Tentou depois um Plano Cruzado II. Disparou-se o primeiro “gatilho” na correção dos salários. E não se parou mais. Ao comemorar seu primeiro aniversário, o Plano Cruzado morreu. No dia 27 de fevereiro de 1987, data em que o controle dos preços foi abolido e a correção monetária voltou a ser praticada como indexador mensal de preços e rendimentos”.

Com o fim do plano cruzado, os índices inflacionários voltaram a crescer. Segundo dados do INPC-IBGE, o ano de 1987 apresentou uma inflação de 394,61%, cerca de 6,6 vezes maior do que o ano anterior. Com esta grande deflação da moeda, as empresas de capitalização começaram a lançar produtos que tentavam oferecer melhores perspectivas aos investidores, entretanto, apesar dos esforços, o título deixou de ser um grande atrativo financeiro. Deste modo, o mercado acabou recuando cerca de 60% e fechou as receitas de 1987 na casa dos R\$ 480 milhões, de acordo dados da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

O ano de 1988 foi marcado pela promulgação da nova Constituição Federal e nela, pela primeira vez em um texto constitucional, havia o termo capitalização, encontrado no artigo. 192, II. Com isto, extinguiu-se o uso de Carta Patente para regulamentar os assuntos da capitalização, segundo Amador (2002).

Apesar da criação da nova constituição, a inflação continuava a crescer. O ano de 1988 apresentou uma inflação anual próxima a 1000%, segundo dados do INPC-IBGE, apesar disso, o mercado de capitalização teve crescimento, chegando a uma receita total de R\$ 1 bilhão. Já o ano de 1989, foi marcado por uma inflação ainda maior. Medida pelo INPC-IBGE, a inflação chegou a 1863,55% e, com isso, o mercado não resistiu e apresentou queda, atingindo uma receita anual de R\$ 666 milhões, segundo dados da SUSEP.

2.3. A CAPITALIZAÇÃO NO PERÍODO DE INSTABILIDADE MONETÁRIA

No ano de 1990, a posse da Presidência da República destinou-se à Fernando Collor, que adotou, com a ideia de conter a inflação e estabilizar a situação econômica brasileira, o então chamado Plano Collor. As principais medidas foram o confisco de ativos monetários, a liberação das importações e a troca de moeda para o “antigo” Cruzeiro (BAER, 1996).

Entretanto, o Plano Collor não obteve os resultados esperados. No mesmo mês em que Collor assumiu a presidência, o INPC registrava uma inflação de 82,18%, tendo recuo nos dois meses seguintes, chegando a 14,67% em abril e 7,31% em maio. Porém, logo em seguida, a inflação retomou o fôlego e voltou a crescer, marcando ao final do ano de 1990 uma variação nos preços igual a 1585,18%, segundo Amador (2002).

Apesar do elevado índice de inflação, o mercado de capitalização, guiado pelas sete sociedades que operavam no momento, voltou a crescer, chegando a uma receita anual de R\$ 995,5 milhões, a valores correntes de 2016, o que equivale a um crescimento real de aproximadamente 50% sobre o ano anterior. Sua participação no PIB também aumentou, passando de 0,02% para 0,03%.

No ano seguinte, em mais uma tentativa de conter a inflação, através da Lei 8.177, de 1º de março de 1991, foi criada a Taxa Referencial (TR), com a função de corrigir diariamente o valor da moeda.

Assim como o Plano Collor, a criação da TR fez com que a inflação tivesse queda nos primeiros meses seguintes à sua publicação, porém, aos poucos, a realidade retornou. A inflação no ano de 1991 ficou registrada em 475,11%, três vezes menor que o ano anterior, mas voltou a crescer no ano de 1992, batendo novamente a casa dos milhares, onde chegou a um índice de 1149,05% ao ano, segundo dados do IBGE.

Também foi em 1991 que o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) publicou a Resolução CNSP nº 15/91, contendo normas reguladoras do mercado de capitalização, que além de preencher os espaços normativos deixados pelo até então vigente Decreto-Lei 261/67, através do seu art. 5º, a Resolução designou à SUSEP como o órgão executor da política de capitalização:

“Compete à SUSEP, como órgão executor da política de capitalização traçada pelo Governo Federal, fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operações das Sociedades de Capitalização”

O ano de 1991 também é marcado pelo ingresso de novos produtos revolucionários no mercado de capitalização, dentre eles pode-se destacar a Tele-Sena, produto este, que tinha foco popular, pagamento único, baixo valor de aquisição e premiação elevada. O consumidor capitalizava ainda 50% do valor aplicado, com juros de 6% e correção monetária, para resgate após 12 meses. Além destas características, ainda foi um dos primeiros produtos a ser divulgado pela televisão, utilizando a imagem de Silvio Santos como garoto propaganda, conforme descreve Amador (2002, p. 115):

“A Tele Sena, lançada pela Liderança, com as características de rápida liquidez, premiação elevada e investimento baixo, e que se constituiu em aposta na popularização dos produtos da capitalização, que passava a ser vendida em agências de correios, casas lotéricas, supermercados e bancas de jornais. Mas esse produto foi pioneiro sobretudo em razão de utilizar intensivamente a mídia, e em especial a televisão, tendo à frente de sua publicidade ninguém menos que o bem-sucedido apresentador do SBT, Silvio Santos”

Com o grande sucesso da Tela-Sena nos anos de 1991, 1992 e 1993, em 1994 a Interunion Capitalização, que tinha Roberto Marinho como sócio, lançou o Papa Tudo. Um produto nos mesmos moldes da Tele-Sena, porém este utilizava-se da Rede Globo para fazer a divulgação e tinha a Xuxa como garota propaganda, conforme comenta Amador (2002).

Na política, porém, o período entre 1992 e 1994 não foi dos melhores. No final do ano de 1992, o impeachment do presidente Fernando Collor parecia inevitável. Sabendo disto, o presidente decide renunciar. No seu lugar assume o seu vice, Itamar Franco, que inicia os

esforços para estabilizar a moeda em 1993, com a busca do equilíbrio das contas públicas (República Federativa do Brasil, 1992).

O segundo passo foi implantar a Unidade Real de Valor (URV), substituindo o Cruzeiro Real (CR\$). Em seguida, em julho de 1994, através da Lei Nº 8.880, de 27 de Maio de 1994, é anunciado pelo Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, a implantação do Real (R\$), que conseguiu finalmente valorizar a moeda em relação ao dólar e estabilizar a economia. A inflação medida pelo INPC-IBGE caiu de 48,24% em junho para 1,85% em agosto de 1994.

Contrariando a política e a economia, a capitalização, muito por conta dos produtos inovadores da época, conseguiu se manter firme frente à crise monetária e alavancou suas receitas a níveis inesperados para o momento. A receita, que em 1990 foi de R\$ 995,5 milhões, passou a R\$ 2,85 bilhões em 1993, ano em que a inflação chegou a 2.489,11%. E em 1994, com o recuo da inflação para 929,32%, a receita praticamente triplicou em relação ao ano anterior, chegando a R\$ 6,56 bilhões, a valores correntes de 2016, segundo dados da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

2.4. O MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO APÓS A INTRODUÇÃO DO PLANO REAL

Após anos de inflação e diversos planos econômicos, finalmente o Brasil conseguiu atingir a estabilidade da inflação através do Plano Real. Essa é uma condição importante para o mercado de capitalização, considerando que um dos seus principais objetivos é a formação de uma poupança monetária programada.

Nos dois anos seguintes à entrada do presidente Itamar Franco, tanto a economia quanto o mercado de capitalização expandiram suas reservas. O PIB cresceu cerca de 4,4% em 1995 e 2,2% em 1996, já a capitalização aumentou suas receitas em 53,94% e 105,11% nos respectivos períodos, segundo dados do IBGE e da SUSEP. O número de empresas que operavam no mercado também cresceu, chegando a 10 empresas em 1995 e a 13 em 1996.

Outro fato importante no ano de 1996 se deu com a intervenção da Interunion Capitalização, conforme descrito por Amador (2002, p.117) “A empresa havia aplicado a maior parte de suas reservas técnicas em ações com incentivos fiscais, emitidas por companhias fechadas do Nordeste, e comprometera parte dos recursos destinados ao resgate futuro de cerca de 40 milhões de títulos”.

Também foi no ano de 1996 que algumas empresas começaram a vender produtos com liquidez diária, uma espécie de overnight. Porém, por entender que estes títulos apresentavam

concorrência desleal com outros títulos no mercado, a SUSEP resolveu tirá-los de circulação no final de janeiro de 1997, segundo Amador (2002).

Segundo análise da Gazeta Mercantil (1998), o banco Bradesco e o banco Itaú, segundo e terceiro maiores players do mercado, respectivamente, foram considerados como os principais afetados pela decisão da SUSEP, a qual atingiu vigorosamente o mercado. Em comparação referente à receita de janeiro de 1997 com o mesmo mês de 1998 a preços correntes, o banco Bradesco obteve uma redução de 83,81% e o Itaú, uma redução de 91,18%.

Já o ano de 1997 ficou marcado por uma queda de aproximadamente 26% nas receitas do mercado de capitalização, em decorrência da crise cambial ocorrida em Hong Kong, conforme conta Amador (2002, p.122):

“O ano de 1997 o mercado apresentou uma produção global de R\$ 4,420 bilhões em valores históricos (R\$ 4,593 bilhões em valores corrigidos para reais de 1998). Esses números refletem, mesmo remotamente, a crise cambial acontecida a partir de outubro, e irradiada de Hong Kong para o resto do mundo, e que, no Brasil, determinou a edição de pacote fiscal do governo”.

O ano de 1998, ainda em decorrência da decisão tomada pela SUSEP no ano anterior, acabou tendo queda de aproximadamente 22% em relação à 1997, fechando as receitas na casa dos R\$ 12,02 bilhões, a valores reais de 2016. O ano de 1999 não apresentou uma receita muito diferente de 1998, figurando suas receitas em R\$ 12,80 bilhões, também a valores reais de 2016. Assim, o mercado de capitalização encerra a década de 1990 com 20 sociedades atuantes e com uma participação de aproximadamente 0,3% do PIB, segundo dados da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

2.5. A CAPITALIZAÇÃO NO INÍCIO DO SÉCULO XXI

O início do século XXI é marcado pela publicação da resolução CNSP de nº 23, no dia 17 de fevereiro de 2000 e Circular SUSEP nº 130, no dia 12 de maio do mesmo ano. A primeira tem como objetivo, sobretudo atualizar o rito de publicidade e acesso pelo público ao lugar dos sorteios, a forma de pagamento de prêmios, o registro dos bens garantidores das provisões, e a notificação do contemplado em sorteio. Já a segunda normatiza sobre as formas de comercialização dos títulos, características das séries de emissão, taxas de juros, indivisibilidade do título em relação à emissora, participação dos titulares de títulos nos lucros das sociedades de capitalização, forma de sorteio e constituição de reservas, carregamentos, resgate, pagamento de resgates e sorteios, e tipos de publicidade.

O mercado de capitalização, através destas publicações, finalmente tem suas diretrizes claramente definidas, conforme conta Amador (2002, p.125) “O mercado de capitalização, mais

de setenta anos depois de sua chegada ao Brasil, ganha linhas nítidas que se ajustavam não apenas ao desenho clássico do produto, mas o colocava sob norma inteiramente ajustada aos direitos consagrados em código de defesa do consumidor”.

Com estas novas resoluções, o mercado sofreu um leve aumento em suas receitas, passando de R\$ 12,80 bilhões para R\$ 13,01 bilhões em 2001. No entanto, no ano de 2002, visando diminuir a dívida externa do país, que girava em torno de 30% do PIB, conforme dados do Ministério da Fazenda, é criado o Tesouro Direto que busca a captação de recursos através da emissão de títulos de crédito emitidos pelo Tesouro Nacional.

Em decorrência da crise sofrida pelos países Sul-Americanos no ano de 2002, pela primeira vez desde 1995, a inflação medida pelo INPC superou a marca dos 10% ao ano. Com isso, assegurado por uma rentabilidade fixa garantida, que por vezes é atrelada ao próprio INPC, o investidor mais conservador foi atraído pelos novos investimentos emitidos pelo Tesouro Nacional, que, de certa forma, possuem concorrência com a capitalização. Assim, o mercado de capitalização fechou o ano de 2002 com queda no faturamento, que regrediu de R\$ 13,01 bilhões no ano anterior para R\$ 12,59 bilhões, a valores correntes de 2016.

Entre 2002 e 2007 o mercado de capitalização se compactou, passando de 17 para 12 sociedades de capitalização, contudo, a receita não sofreu grandes alterações. Cresceu de R\$ 12,59 bilhões em 2002 para R\$ 13,96 bilhões em 2007, à valores reais de 2016. Já o PIB cresceu cerca de 21,30% no mesmo período, enquanto a inflação medida pelo INPC diminuiu novamente, passando de 14,74% em 2002 para 5,15% em 2007, segundo dados do IBGE.

Também pode ser destacado, no ano de 2007, a criação da Federação Nacional de Capitalização (FENACAP), associação esta, que se tornou responsável por representar as empresas de capitalização no território nacional, bem como, defender os interesses do segmento.

Em 2008, um fato relevante movimentou o mercado. Trata-se da Circular SUSEP nº 365/2008, que inova ao criar modalidades de títulos de capitalização. Para uma melhor compreensão, este assunto será tratado no próximo capítulo.

2.6. MODALIDADES DOS TÍTULOS DE CAPITALIZAÇÃO

No ano de 2008, por meio da circular SUSEP nº 365/2008, com o propósito de esclarecer os consumidores e realizar uma diferenciação na forma com que os produtos de capitalização são comercializados, houve a criação das modalidades Tradicional, Compra-Programada, Popular e Incentivo.

A modalidade Tradicional, sendo a mais semelhante ao produto originado por Verger, tem como principal objetivo a formação de um capital a ser resgatado ao final do prazo de vigência do título, que deverá ser, no mínimo, igual a 100% do valor pago pelo subscritor. Com o intuito de atrair o público, é disponibilizado ao titular a participação em sorteios de prêmios em dinheiro. Os bancos são os principais canais de distribuição desta modalidade, cuja definição pode ser encontrada na Circular SUSEP nº 365/2008 (2008, Anexo II, art. 1º):

“Define-se como Modalidade Tradicional o Título de Capitalização que tem por objetivo restituir ao titular, ao final do prazo de vigência, no mínimo, o valor total dos pagamentos efetuados pelo subscritor, desde que todos os pagamentos previstos tenham sido realizados nas datas programadas.”

A modalidade Compra-Programada é bastante semelhante a modalidade tradicional, porém com a diferença de que esta segunda modalidade é vinculada à aquisição de um bem ao final da vigência. No entanto, alguns artigos da legislação brasileira, acabaram tornando esta modalidade inviável, o que afastou o interesse das empresas. Esta modalidade é definida pela Circular SUSEP nº 365/2008 (2008, Anexo III, art. 1º) da seguinte forma:

“Define-se como Modalidade Compra-Programada o Título de Capitalização em que a sociedade de capitalização garante ao titular, ao final da vigência, o recebimento do valor de resgate em moeda corrente nacional, sendo disponibilizada ao titular a faculdade de optar, se este assim desejar e sem qualquer outro custo, pelo recebimento do bem ou serviço referenciado na ficha de cadastro, subsidiado por acordos comerciais celebrados com indústrias, atacadistas ou empresas comerciais.”

A modalidade Popular, conforme descreve a Circular SUSEP nº 365/2008 (2008, Anexo IV, art 1º): “Define-se como Modalidade Popular o Título de Capitalização que tem por objetivo propiciar a participação do titular em sorteios, sem que haja devolução integral dos valores pagos”. Desta forma, o produto que melhor exemplifica esta modalidade é a Tele-Sena, criada na década de 1990. Ainda assim, após a publicação desta Circular, outras empresas entraram neste novo nicho de mercado, porém, ao invés da comercialização de um produto nacional, como foi o criado pela Liderança Capitalização, estas empresas, visando um maior alinhamento às diferentes regiões do país, passaram a comercializar um produto regionalizado.

E, por fim, a modalidade Incentivo, que visa incentivar a venda de um determinado produto, vinculando-o a um título de capitalização. Empresas ou associações que buscam proporcionar a distribuição gratuita de prêmios são o grande foco desta espécie de título. A definição da autarquia segundo a Circular SUSEP nº 365/2008 (2008, Anexo V, art. 1º), é a seguinte: “Entende-se por Modalidade Incentivo o Título de Capitalização que está vinculado a um evento promocional de caráter comercial instituído pelo Subscritor”.

2.7. O MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO APÓS AS NOVAS DEFINIÇÕES

Após a publicação da Circular SUSEP nº 365/2008, conciliado com a estabilidade da moeda e com os esforços da FENACAP em aproximar o produto da população geral, a capitalização obteve o campo esperado para se desenvolver.

Com isto, através da tabela abaixo, que apresenta as taxas de inflação medida pelo INPC, o faturamento do Mercado de Capitalização e o Produto Interno Bruto (PIB), sendo os dois últimos trazidos a valores reais de 2016, será possível ilustrar melhor o crescimento do mercado nesta fase.

Ano	Mercado de capitalização ¹	PIB ²	Inflação ³
2007	R\$ 13.959.018.544,39	R\$ 5.459.385.147.000,00	5,15%
2008	R\$ 14.994.316.384,40	R\$ 5.737.504.912.000,00	6,48%
2009	R\$ 16.133.081.807,95	R\$ 5.726.029.902.000,00	4,11%
2010	R\$ 17.731.577.086,08	R\$ 6.157.098.238.000,00	6,46%
2011	R\$ 19.961.208.820,10	R\$ 6.401.807.519.000,00	6,07%
2012	R\$ 22.189.031.192,15	R\$ 6.524.722.223.000,00	6,19%
2013	R\$ 26.584.488.863,15	R\$ 6.720.463.890.000,00	5,56%
2014	R\$ 26.076.153.471,06	R\$ 6.754.332.460.000,00	6,22%
2015	R\$ 23.056.088.426,12	R\$ 6.499.744.600.000,00	11,27%
2016	R\$ 21.080.906.001,00	R\$ 6.266.000.000.000,00	6,58%

¹ Fonte: SUSEP

Tabela 1

² Fonte: IBGE

³ Fonte: IBGE

O período que ficou conhecido como a “Grande Recessão” teve início nos Estados Unidos entre os anos de 2007 e 2008, devido a um tipo de financiamento chamado “subprime”, que possibilitava a concessão de crédito a pessoas físicas, sem que houvesse uma criteriosa análise do risco de crédito. O marco desta crise se deu com a quebra do Banco Lehman Brothers, um dos bancos de investimento mais tradicionais dos Estados Unidos. Em decorrência disto, muitos países entraram em recessão, incluindo o Brasil, que viu as taxas de desemprego aumentarem e o PIB recuar cerca de 0,2% no ano de 2009, conforme conta Peixoto (2010).

Contudo, o mercado de capitalização, impulsionado pelas regularizações definidas através da Circular SUSEP nº 365/2008, acabou não sentindo tanto a crise e expandiu suas receitas. Os crescimentos de 7,42% no ano de 2008, 7,59% no ano de 2009 e 9,91% no ano de 2010 estão relacionados diretamente com a inserção e fixação de produtos regionalizados da modalidade popular, que possuem características similares à Tele-sena, criada na década de 1990, com foco principal nos sorteios.

Diferentemente do que ocorreu no ano anterior, no ano de 2010 o PIB cresceu cerca de 7,5%, desta forma registrou-se o maior crescimento desde 1986, conforme dados do IBGE

(apud Spitz, 2011): “A maior alta em 24 anos foi influenciada pelo desempenho robusto da demanda interna e pela baixa base de comparação do ano anterior, quando o PIB registrou retração de 0,6%, porque ainda sofria os efeitos da crise econômica global de 2008”.

Mesmo que de forma mais gradual, o PIB continuou crescendo entre 2011 e 2014. Com isso, aliado a uma estabilidade na inflação, o mercado de capitalização, neste mesmo período, apresentou uma taxa média de crescimento igual a 10,41%.

Entretanto o cenário mudou no ano de 2015, que foi marcado pela pior recessão desde 1990. O PIB apresentou recuo de quase 3,8% segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), sendo que, para Costas (2015), pode-se destacar como os principais agravantes da crise as recorrentes investigações realizadas na operação Lava Jato e, por consequência, o aumento no preço do petróleo, bem como, o cenário de incertezas na política brasileira, o aperto monetário, o ajuste fiscal mais duro do que o esperado e por fim a queda no consumo da população, em decorrência do aumento na taxa de desemprego e da desvalorização da moeda, que segundo o INPC foi de 11,27%, apresentando a maior taxa de inflação já registrada, desde 2002.

No mercado de capitalização não poderia ser diferente. Com o medo de um novo período de inflação, a população diminuiu os investimentos em capitalização, o que gerou um recuo nas receitas na base de 11,58%.

Ainda em meio a crises políticas, a presidente Dilma Rousseff é afastada temporariamente do cargo no dia 12 de maio de 2016. Em seu lugar assume o vice presidente Michel Temer, que viria a se tornar o presidente, de fato, no dia 31 de agosto de 2016, após a ex-presidente sofrer impeachment devido a condenação por crime de responsabilidade.

Sustentado pela interminável crise política, bem como, pela elevada taxa de desemprego e o baixo consumo de bens e mercadorias, o ano de 2016 apresentou a segunda queda consecutiva no PIB. Desta vez o recuo foi de 3,6%. Entretanto, diferentemente do ano anterior, ao fim de 2016 os analistas já previam uma retomada no crescimento da economia, conforme descreve Fagundez:

“Em janeiro de 2017, a inflação medida pelo IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) ficou em 0,38%, a marca mais baixa para o mês desde 1979. Além disso, mais embalagens estão sendo produzidas e mais carga está sendo transportada pelas rodovias, de acordo com índices divulgados recentemente, o que indicaria um respiro da atividade econômica”.

O mercado de capitalização no ano de 2016, apesar da queda no INPC, que ficou registrado em 6,58% segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), recuou 8,57%, também apresentando a segunda queda consecutiva.

Além da economia não ter oferecido um campo favorável para o mercado de capitalização, o seu recuo também pode ser explicado pela suspensão da comercialização dos títulos de capitalização, da modalidade popular. A Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), por entender que haviam irregularidades na comercialização destes títulos, publicou a seguinte nota no dia 08 de abril de 2016:

“O Conselho Diretor da Superintendência de Seguros privados (Susep) decidiu por unanimidade suspender a comercialização, e novas autorizações dos títulos de capitalização, na modalidade popular, das seguintes empresas: Aplub Capitalização, Sulacap, Invest Capitalização e Aplicap. A suspensão se deu em virtude de irregularidades constatadas na comercialização desses títulos”.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção serão explicados quais os métodos utilizados no decorrer do estudo.

As duas maneiras existentes para definir a abordagem do problema são: Pesquisa quantitativa e pesquisa qualitativa. Como, neste estudo, serão empregados métodos estatísticos para analisar e quantificar os dados, pode-se dizer que a forma de abordagem do problema é do tipo quantitativa, pois, conforme Oliveira (2002, p.155):

"O método de Pesquisa Quantitativa, como o próprio nome já diz significa quantificar dados, fatos ou opiniões, nas formas de coleta de informações, como também com o emprego de técnicas e recursos simples de estatística, tais como média, percentagem, moda, desvio padrão e mediana, como o uso de métodos mais complexos tais como análise de regressão, coeficiente de correlação etc".

O presente estudo é classificado como uma pesquisa descritiva, pois busca identificar qual a influência da inflação sobre o mercado de capitalização no Brasil. Na visão de Perovano (2014, p.41):

“O processo descritivo visa à identificação, registro e análise das características, fatores ou variáveis que se relacionam com o fenômeno ou processo. Esse tipo de pesquisa pode ser entendida como um estudo de caso onde, após a coleta de dados, é realizada uma análise das relações entre as variáveis para uma posterior determinação do efeitos resultantes em uma empresa, sistema de produção ou produto”.

Quanto aos procedimentos de pesquisa, pode-se dizer que o presente estudo é caracterizado como uma pesquisa documental. No entendimento de Gil (2002, p. 45):

“A pesquisa documental assemelha-se muito à pesquisa bibliográfica. A diferença essencial entre ambas está na natureza das fontes. Enquanto a pesquisa bibliográfica se utiliza fundamentalmente das contribuições dos diversos autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental vale-se de materiais que não recebem ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetos da pesquisa”.

Para realizar a análise proposta, verificando qual a influência da inflação sobre o mercado de capitalização, serão utilizados os dados do mercado de capitalização fornecidos

pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e os dados da inflação fornecidos pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Neste capítulo será demonstrado, através de mecanismos estatísticos, qual o comportamento do mercado de capitalização brasileiro frente às variações da economia e da inflação. Para tanto, será analisado o desempenho entre o Mercado de Capitalização e o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro com as oscilações de inflação medidas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). E, através dos resultados obtidos, será realizado uma projeção para o Mercado de Capitalização para os próximos cinco anos.

4.1. APRESENTAÇÃO DOS DADOS

Ao analisar economicamente um setor, o seu volume de faturamento em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) e o seu comportamento frente à inflação registrada são de considerável relevância. Para essa análise foram utilizados os dados do PIB e do INPC, fornecidos pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e os dados do Mercado de Capitalização, fornecidos pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

Para viabilizar a análise, os dados de receita do mercado de capitalização e de volume do PIB brasileiro foram trazidos a preços reais de 2016 através do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do IBGE. Na tabela abaixo constam expostos anualmente os dados obtidos.

Ano	Mercado de capitalização ¹	PIB ²	Inflação ³
1986	R\$ 1.268.357.931,13	R\$ 3.223.040.035.000,00	59,21%
1987	R\$ 482.997.967,28	R\$ 3.339.069.476.000,00	394,61%
1988	R\$ 1.061.961.753,19	R\$ 3.335.777.606.000,00	993,28%
1989	R\$ 666.072.313,91	R\$ 3.445.239.326.000,00	1863,55%
1990	R\$ 995.533.764,41	R\$ 3.338.503.551.000,00	1585,18%
1991	R\$ 1.279.521.702,18	R\$ 3.388.962.816.000,00	475,11%
1992	R\$ 2.418.219.585,36	R\$ 3.373.090.947.000,00	1149,05%
1993	R\$ 2.853.204.205,89	R\$ 3.530.670.208.000,00	2489,11%
1994	R\$ 6.564.337.960,37	R\$ 3.718.951.396.000,00	929,32%
1995	R\$ 10.105.225.051,81	R\$ 3.883.501.011.000,00	21,98%
1996	R\$ 20.726.993.189,99	R\$ 3.969.236.480.000,00	9,12%
1997	R\$ 15.345.135.340,73	R\$ 4.103.993.057.000,00	4,34%

Ano	Mercado de capitalização ¹	PIB ²	Inflação ³
1998	R\$ 12.019.387.353,83	R\$ 4.117.879.171.000,00	2,49%
1999	R\$ 12.797.891.017,92	R\$ 4.137.194.770.000,00	8,43%
2000	R\$ 13.027.942.638,53	R\$ 4.307.339.594.000,00	5,27%
2001	R\$ 13.007.581.159,35	R\$ 4.367.205.890.000,00	9,44%
2002	R\$ 12.589.024.636,23	R\$ 4.500.549.954.000,00	14,74%
2003	R\$ 12.888.409.788,93	R\$ 4.551.901.549.000,00	10,38%
2004	R\$ 13.353.850.569,22	R\$ 4.814.085.434.000,00	6,13%
2005	R\$ 13.245.692.998,73	R\$ 4.968.238.955.000,00	5,05%
2006	R\$ 13.287.195.224,68	R\$ 5.164.981.218.000,00	2,81%
2007	R\$ 13.959.018.544,39	R\$ 5.459.385.147.000,00	5,15%
2008	R\$ 14.994.316.384,40	R\$ 5.737.504.912.000,00	6,48%
2009	R\$ 16.133.081.807,95	R\$ 5.726.029.902.000,00	4,11%
2010	R\$ 17.731.577.086,08	R\$ 6.157.098.238.000,00	6,46%
2011	R\$ 19.961.208.820,10	R\$ 6.401.807.519.000,00	6,07%
2012	R\$ 22.189.031.192,15	R\$ 6.524.722.223.000,00	6,19%
2013	R\$ 26.584.488.863,15	R\$ 6.720.463.890.000,00	5,56%
2014	R\$ 26.076.153.471,06	R\$ 6.754.332.460.000,00	6,22%
2015	R\$ 23.056.088.426,12	R\$ 6.499.744.600.000,00	11,27%
2016	R\$ 21.080.906.001,00	R\$ 6.266.000.000.000,00	6,58%

¹ Fonte: SUSEP

Tabela 2

² Fonte: IBGE

³ Fonte: IBGE

Ao analisar os dados da Tabela 2, entre os anos de 1986 e 1991, percebe-se que neste período houve uma grande variabilidade no volume de receitas do mercado de capitalização, ao passo em que o PIB se manteve sem grandes alterações. Estes comportamentos podem ser explicados pelo crescimento da inflação, tendo em vista que o enfraquecimento da moeda impossibilitou o crescimento do mercado de capitalização e prejudicou o aumento real no volume do PIB.

Já entre os anos de 1991 e 1996, enquanto o PIB se manteve constante nos primeiros anos e, apenas, apresentou um crescimento considerável a partir do ano de 1994, é possível verificar uma grande expansão do mercado de capitalização em todos os anos deste período.

A inflação pode ajudar a entender estes resultados, haja visto que, até a criação do Plano Real (1994), a moeda se desvalorizou constantemente e, conforme dito anteriormente, prejudicou o crescimento real do PIB, que voltou a ter resultados significativos somente a partir de 1994.

Mesmo com a inflação alta nos primeiros três anos, o mercado de capitalização não deixou de crescer, isto se deve à publicação da CNSP nº 15/91, somado ao bom desempenho

dos produtos inovadores criados no mesmo ano. De qualquer forma, é possível notar que a expansão da capitalização, neste período, foi maior a partir da estabilização da moeda.

No período que vem a seguir, entre os anos de 1997 e 1998, o PIB continuou seu crescimento gradual e a inflação começou a diminuir consideravelmente, chegando ao menor índice já registrado pelo INPC, segundo dados do IBGE. Entretanto, é possível notar uma forte queda na receita bruta do mercado de capitalização.

Diversos fatos ajudam a explicar esse comportamento do mercado, dentre os quais alguns já foram citados anteriormente. O primeiro foi a necessidade de intervenção da SUSEP na Interunion Capitalização em 1996, que levou a empresa à liquidação extrajudicial em 1998. O segundo, foi a retirada de produtos que eram modalidades de aplicações com liquidez diária, lastreadas em títulos de capitalização, por determinação da SUSEP. E por fim, fatores macroeconômicos do país e internacionais contribuíram com os resultados negativos deste período, como a crise cambial de 1997, irradiada de Hong Kong para o resto do mundo.

Ainda com base na Tabela 2, observa-se que a partir de 1999, com a inflação muito mais estável, o crescimento da produção de capitalização passou a acompanhar o PIB. Se analisarmos o crescimento acumulado, observa-se que o mercado teve crescimento real de 75,39%, enquanto o PIB registrou crescimento de 52,17% no mesmo período. O comparativo de crescimento anual dos dois índices é apresentado abaixo.

O Gráfico 1, para facilitar a visualização, traz a receita do mercado de capitalização em Dezenas de Milhões de Reais e o PIB em Bilhões de Reais.

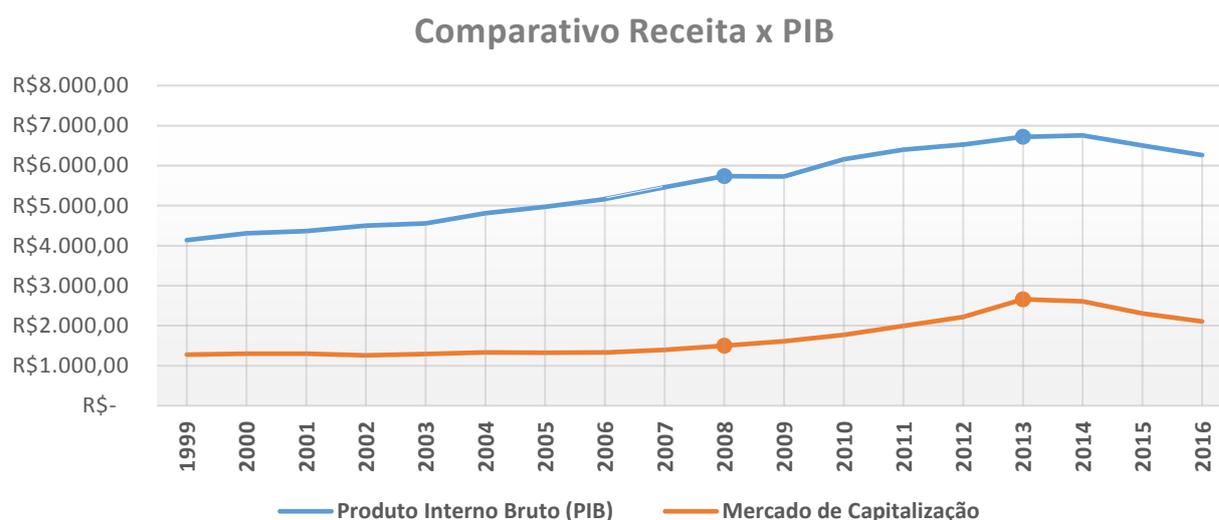


Gráfico 1

Através do Gráfico 1 é possível distinguir três momentos principais. No primeiro momento, que ocorre entre 1999 e 2008 é possível perceber um crescimento muito mais

vagaroso do mercado de capitalização em comparação ao aumento no volume do PIB. Neste período, o crescimento acumulado do mercado ficou em 9,07%, enquanto o produto interno atingiu uma variação de 31,96%. No segundo período, compreendido entre os anos de 2008 e 2013, a situação se inverte. Enquanto a receita no mercado de capitalização apresenta uma variação de 90,45%, o produto interno bruto brasileiro cresce na ordem de 23,10%. E, por fim, o terceiro período, que vai de 2013 a 2016, é marcado por uma queda na ordem de 20,70% para o mercado de capitalização e uma diminuição de 6,76% da riqueza nacional.

Existem vários motivos que podem explicar essas divisões de desempenho entre os períodos. Um deles, que com certeza teve uma determinada relevância, foi o número de empresas que estiveram operando em cada um dos períodos analisados.

No primeiro período (1999-2008) houve um lento e gradual enxugamento do mercado com a diminuição das sociedades de capitalização, visto que em 1999, haviam 18 empresas operando, enquanto que no início de 2008 haviam apenas 12 sociedades, segundo dados da SUSEP. Com isso, apesar do mercado de capitalização ter crescido, é possível notar que este crescimento ficou muito abaixo do esperado, se comparado com o aumento do PIB e levando em consideração que a inflação permaneceu estável.

No segundo período (2008-2013), com a criação das modalidades dos títulos de capitalização, através da Circular SUSEP nº 365/2008, o setor teve um cenário favorável para a entrada de novos players no mercado e desta forma, o número de empresas operantes cresceu para 15, o que ajuda a explicar o grande crescimento presenciado neste período. Em contrapartida, com o reflexo causado pela grande recessão, o PIB, apesar de continuar crescendo, passou a evoluir de forma mais gradual neste período.

E por fim, no terceiro período (2013-2016), com a retomada no crescimento da inflação, o país passou pela pior recessão desde a década de 1990, o que fez com que o PIB apresentasse queda. Desta forma, o cenário para a aplicação em títulos de capitalização se tornou pouco atrativo, o que explica a queda no volume de receitas do setor.

4.2. REGRESSÃO DAS VARIÁVEIS

A partir da base de dados acima descrita, será estimado o seguinte modelo para comprovar a relação entre as variáveis Mercado de Capitalização, Inflação e PIB, destacas ao longo desta monografia:

$$\widehat{Y}_{MC} = \beta_0 + \beta_1 \times \widehat{x}_{INF} + \beta_2 \times \widehat{x}_{PIB} + \varepsilon$$

Onde,

$\widehat{\gamma}_{MC}$ = Variável explicada (Mercado de Capitalização)

β_0 = Interceptação da reta com o eixo vertical

β_1 = Coeficiente angular da variável Inflação

β_2 = Coeficiente angular da variável PIB

\widehat{x}_{INF} = Variável explicativa (Inflação)

\widehat{x}_{PIB} = Variável explicativa (PIB)

O modelo será estimado por Mínimo Quadrados Ordinários (MQO). O motivo desta escolha se deve ao fato de que as regressões por MQO podem ser interpretadas como o impacto das variáveis regressoras (PIB e Inflação) sobre a média incondicional da variável dependente (Mercado de Capitalização). Essa propriedade provém do fato de que a média condicional, $E[\gamma|x]$, se aproxima no limite da média incondicional, $E[\gamma]$, de acordo com a lei das expectativas iteradas. Desta forma, como $E[E(\gamma|x)] = E[\gamma]$, $E[\gamma|x] = x\beta$ implica que $E[\gamma] = E[x]\beta$ e, conseqüentemente, β indica o impacto de x sobre a média de γ .

Após realizar a regressão, os seguintes resultados foram obtidos:

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	2	1,57677E+21	7,88384E+20	72,99189838	0,00000000001
Resíduo	28	3,02427E+20	1,0801E+19		
Total	30	1,8792E+21			

Tabela 3

A partir dos resultados observados na tabela 3, é possível concluir que há evidências estatísticas, com 95% de significância, de que pelo menos uma das variáveis (PIB e Inflação) esteja relacionada com a receita do mercado de capitalização, já que o valor do F de significação é menor do que 0,05.

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,9160
R-Quadrado	0,8391
R-quadrado ajustado	0,8276
Erro padrão	3.286.484.676,43
Observações	31

Tabela 4

Observando o resultado do R-Quadrado obtido na tabela 4, é possível concluir que 83,91% dos resultados do Mercado de Capitalização podem ser explicados pelos resultados do PIB e da Inflação.

<i>Variáveis</i>	<i>Coeficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	- 10.038.310.334,50	3.060.308.734,27	- 3,280	0,00277764027
PIB	0,0049704802410	0,0005939916554	8,368	0,00000000420

Variáveis	Coeficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P
INFLAÇÃO	- 315.655.695,47	110.432.858,10	- 2,858	0,00794994906

Tabela 5

Por fim, através da tabela 5, é possível concluir, com 95% de significância, que há evidências para dizer que ambas variáveis (PIB e Inflação) estão relacionadas com as receitas do mercado de capitalização, tendo em vista que para as duas o valor-P é inferior a 0,05.

Também é possível observar uma relação positiva com o PIB, na ordem de 0,0049 ou seja, analisando isoladamente o PIB em relação ao mercado de capitalização, pode-se dizer que o mercado apresentará um resultado igual a 0,5% do PIB. Da mesma forma, pode-se dizer que a inflação possui uma relação negativa com o mercado de capitalização, dado que os resultados mostram que a cada 1% de inflação, o mercado tende a decrescer na ordem de R\$ 3.156.556,95.

Sendo assim, segue abaixo o modelo final que descreve a relação entre as variáveis.

$$\widehat{\gamma}_{MC} = -10.038.310.334,50 - 315.655.695,47 \times \widehat{x}_{INF} + 0,0049704802410 \times \widehat{x}_{PIB} + \varepsilon$$

4.3. PROJEÇÕES PARA O MERCADO DE CAPITALIZAÇÃO

Com o intuito de verificar o comportamento do mercado de capitalização para os próximos cinco anos, será realizado uma projeção com base no modelo criado anteriormente e com base no sistema de expectativas de mercado, do Banco Central do Brasil.

Segue abaixo as previsões de PIB e Inflação obtidos no sistema de expectativas de mercado no dia 13/10/2017.

Séries de estatísticas consolidadas

PIB Total - variação % - Média - Anual - Período de 13/10/2017 a 13/10/2017 para 2017 a 2022						
Data	2017	2018	2019	2020	2021	2022
13/10/2017	0,70	2,40	2,65	2,66	2,66	

PIB Total Anual (Variação)

Séries de estatísticas consolidadas

INPC - variação % - Média - Anual - Período de 13/10/2017 a 13/10/2017 para 2017 a 2022						
Data	2017	2018	2019	2020	2021	2022
13/10/2017	2,58	4,20	4,17	4,10	4,18	

INPC Anual

Com isto, os dados de inflação e PIB projetados para os próximos anos são os seguintes:

Ano	PIB	Inflação
2012	R\$ 6.524.722.223.000,00	6,19%

Ano	PIB	Inflação
2013	R\$ 6.720.463.890.000,00	5,56%
2014	R\$ 6.754.332.460.000,00	6,22%
2015	R\$ 6.499.744.600.000,00	11,27%
2016	R\$ 6.266.000.000.000,00	6,58%
2017	R\$ 6.309.862.000.000,00	2,58%
2018	R\$ 6.461.298.688.000,00	4,20%
2019	R\$ 6.632.523.103.232,00	4,17%
2020	R\$ 6.808.948.217.777,97	4,10%
2021	R\$ 6.990.066.240.370,86	4,18%

Tabela 6

A partir da tabela 6 é possível notar um cenário favorável para a expansão do mercado de capitalização, tendo em vista que a expectativa é de avanço do PIB e queda da inflação, se comparado com o resultado de 2016.

Com estes parâmetros, projetou-se os dados do mercado de capitalização para os próximos cinco anos, conforme demonstrado na tabela 7, abaixo exposta.

Ano	Mercado de Capitalização
2012	R\$ 22.189.031.192,15
2013	R\$ 26.584.488.863,15
2014	R\$ 26.076.153.471,06
2015	R\$ 23.056.088.426,12
2016	R\$ 21.080.906.001,00
2017	R\$ 21.316.590.143,03
2018	R\$ 22.064.189.586,23
2019	R\$ 22.915.351.855,63
2020	R\$ 23.792.490.360,48
2021	R\$ 24.692.481.388,52

Tabela 7

E, para uma melhor visualização destes dados, segue abaixo o gráfico 2, contendo o histórico do mercado de capitalização no período analisado.



Gráfico 2

Assim como o PIB, o mercado de capitalização apresenta fortes tendências de ascensão para os próximos anos, conforme é possível visualizar no Gráfico 2.

A variação do mercado se mostrou mais amena no primeiro ano de previsão, com uma alta de 1,12%. Porém a partir do segundo ano de previsão, a variação das receitas cresceu a uma taxa média de 3,74% ao ano.

Levando em consideração fatores externos, podemos esperar um crescimento ainda maior para os próximos anos, pois acredita-se que a SUSEP esteja desenvolvendo uma mudança na regulamentação atual, onde será inserido uma nova modalidade de título, que poderá contribuir para a expansão do mercado.

Também é importante comparar os gráficos do mercado de capitalização real com o mercado de capitalização projetado, para visualmente verificar se o comportamento do modelo estimado descreve de maneira similar o comportamento real do mercado.

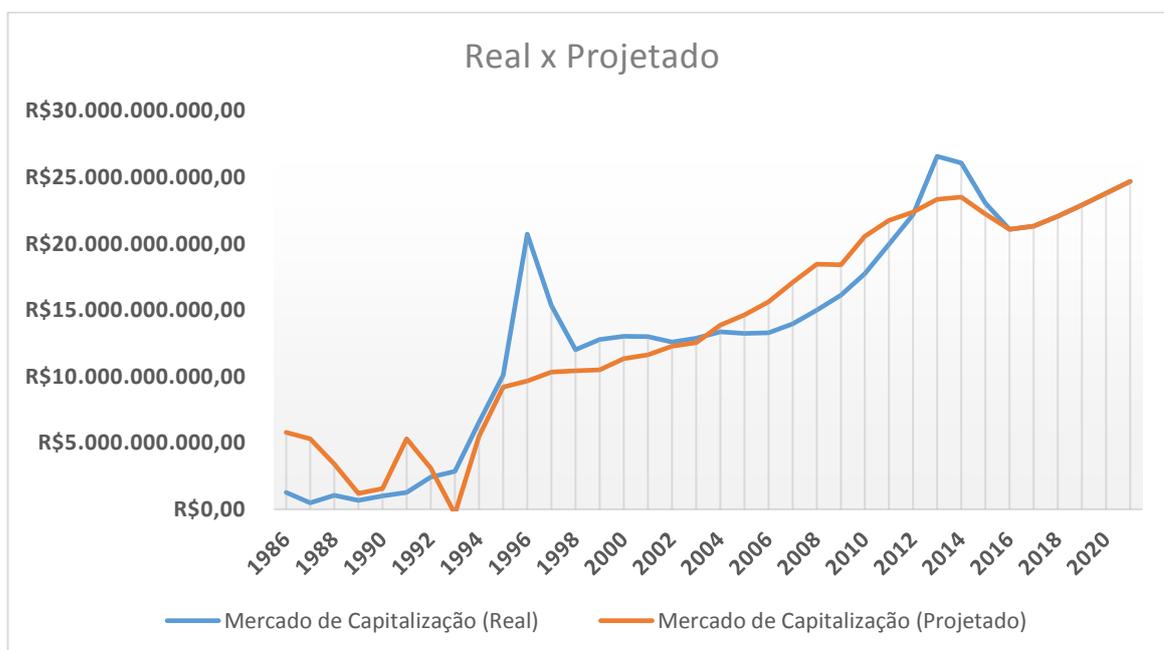


Gráfico 3

É possível verificar que nos primeiros anos do período analisado, a projeção ficou um pouco distante dos verdadeiros valores encontrados, porém isto se deve ao fato de que o período que vai de 1986 até 1994 foi marcado por grandes instabilidades na inflação e relativa estabilidade no PIB, o que fez com que a projeção ficasse superestimada.

De qualquer forma, após a estabilização da moeda, nota-se uma projeção muito mais próxima da realidade. Isto se deve ao fato de que a partir de uma economia mais estável, com uma inflação controlada, os dados do mercado de capitalização acabam sendo mais estáveis e menos incertos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento do presente estudo possibilitou uma análise mais detalhada do comportamento do mercado de capitalização, nos últimos 30 anos, frente às oscilações econômicas e monetárias. Além disso, também permitiu um estudo sobre as projeções do setor para os próximos 5 anos.

Dentro do período histórico analisado, foi possível observar que os dados do mercado de capitalização, na maioria das vezes, reagiram de forma proporcional ao Produto Interno Bruto e de maneira inversamente proporcional à inflação.

Desta forma, ao realizar a regressão linear destes dados, através do modelo estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) foi possível comprovar a relação de dependência da variável mercado de capitalização em relação às variáveis inflação e PIB. Conforme esperado, esta dependência se mostrou linearmente positiva com o PIB, ou seja, quanto maior o volume do PIB brasileiro, maior o volume de receitas do mercado de capitalização e linearmente negativa com a inflação, assim, quanto maior a inflação, menor o volume de receitas do mercado de capitalização.

É importante destacar também que, devido às expectativas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e de recuo na taxa medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), as previsões para o mercado de capitalização nos próximos anos foram promissoras, já que a expectativa é de que o mercado tenha um crescimento acumulado na faixa de 17,10% até 2021.

De qualquer forma, vale lembrar que alguns fatores que não puderam ser mensurados podem influenciar nos resultados obtidos pela análise, tais como, crise política, crise econômica, crise internacional, troca de moeda e novas regulamentações do setor.

Ademais, para os próximos estudos que venham a ser realizados a partir deste, torna-se necessário o aprimoramento do modelo, com a inserção de novas variáveis, para minimizar eventuais erros de mensuração. Também é pertinente a inserção da taxa de juros real ao modelo apresentado, tendo em vista que o trabalho se limita a analisar a influência da taxa de juros nominal.

Por fim, constatou-se que o mercado de capitalização é altamente sensível às oscilações macroeconômicas, como pôde ser observado em diversos períodos de sua trajetória no Brasil. Por conta disso, para manter a vitalidade do setor, é imprescindível que a inflação se mantenha estável e que a produção nacional continue regular de modo a preservar a atratividade dos produtos de capitalização à longo prazo.

REFERÊNCIAS

AMADOR, Paulo. **Capitalização - uma História de Prosperidade**. 1. ed. Rio de Janeiro: Grupiara, 2002.

BAER, Werner. **A economia Brasileira**. 1 ed. São Paulo: Nobel, 1996, Pág. 201-202
BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries de Estatísticas Consolidadas**. Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>> Acesso em 21 out. 2017.

BANCO DO BRASIL E BANCO CENTRAL, apud Antônio Correa de Lacerda, idem, Pág. 114.

BRASIL. **Decreto-Lei Nº 261, de 28 de Fevereiro de 1967**. Dispõe sobre as sociedades de capitalização e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/De10261.htm> Acesso em 05 nov. 2016.

BRASIL. Presidência da República. **Decreto nº 18.891 de 4 de setembro de 1929**. Concede autorização para funcionar a Sociedade Anonyma “Sul America” – Capitalização. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1920-1929/decreto-18891-4-setembro-1929-505067-norma-pe.html>> Acesso em 28 set. 2016

BRASIL. Presidência da República. **Lei Nº 4.357, de 16 de Julho de 1964**. Dispõe sobre o Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4357.htm> Acesso em 27 ago. 2017

BRASIL. Presidência da República. **Lei Nº 8.177, de 1º de Março de 1991**. Estabelece regras para a desindexação da economia e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8177.htm> Acesso em 28 ago. 2017

BRASIL. Presidência da República. **Lei Nº 8.880, de 27 de Maio de 1994**. Dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica e o Sistema Monetário Nacional, institui a Unidade Real de Valor (URV) e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8880.htm> Acesso em 05 nov. 2016

CNSEG. **O que é capitalização**. Disponível em: <<http://www.cnseg.org.br/fenacap/sobre-o-setor/o-que-e-capitalizacao/>> Acesso em: 28 set. 2016

CONSELHO NACIONAL DE SEGUROS PRIVADOS. **Resolução CNSP Nº 15, de 03 de Dezembro de 1991**. Disponível em <<http://www2.susep.gov.br/bibliotecaweb/docOriginal.aspx?tipo=1&codigo=17334>> Acesso em 05 nov. 2016

CONSELHO NACIONAL DE SEGUROS PRIVADOS. **Resolução CNSP Nº 23, de 17 de Fevereiro de 2000**. Disponível em <<http://www2.susep.gov.br/bibliotecaweb/docOriginal.aspx?tipo=1&codigo=8142>> Acesso em 30 ago. 2017

COSTAS, Ruth. **Como se chegou à pior recessão desde os anos 90?**, 2015. Disponível em: <http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/12/151201_pib_terceirotri2015_ru>. Acesso em 08 set. 2017.

DIÁRIO DO CONGRESSO NACIONAL, Brasília/DF: República Federativa do Brasil, 1992
FAGUNDEZ, Ingrid. **PIB cai 3,6% em 2016: saiba o que vai mal e o que começa a melhorar na economia brasileira**, 2017. Disponível em: <<http://www.bbc.com/portuguese/brasil-39189605>>. Acesso em 08 set. 2017.

FENACAP. **Capitalização – O que você precisa saber**. 1. ed. Rio de Janeiro, 2013

GAZETA MERCANTIL. **Análise Setorial de Seguros**, vol. I. São Paulo. Agosto de 1998.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, apud Clarice Spitz. **PIB brasileiro fecha 2010 com crescimento de 7,5%, maior desde 1986, aponta IBGE**, 2011. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/pib-brasileiro-fecha-2010-com-crescimento-de-75-maior-desde-1986-aponta-ibge-2815938>>. Acesso em 08 set. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Tabelas de 1979 a 1999**. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaulttab1.shtm> Acesso em 05 nov. 2016

LACERDA, Antônio Correa. **Economia Brasileira**. Editora Saraiva, 4ª tiragem, 2002, Pág. 112.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Evolução da Dívida Externa e da Dívida Pública, Abril de 2010**. Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/2010/p140410-pdf17>> Acesso em 02 set. 2017.

OLIVEIRA, Silvio Luiz de. **Tratado de metodologia científica**. São Paulo:Ed. Pioneira, 2002.

PEIXOTO, Fabrícia. **PIB de 2009 é o pior em 17 anos e 5º negativo da série histórica**, 2010. Disponível em: <http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2010/03/100311_pibhistorico_fbd.html>. Acesso em 08 set. 2017.

PEROVANO, Dalton Gean. **Manual de Metodologia Científica Para a Segurança Pública e Defesa Pessoal**. 1. ed. - Curitiba: Juruá, 2014, Pág. 41

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. Brasília/DF: **Diário do Congresso Nacional – 1992**

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS. **Circular SUSEP Nº 130, de 12 de maio de 2000**. Estabelece normas para a contratação de títulos de capitalização. Disponível em <<http://www2.susep.gov.br/bibliotecaweb/docOriginal.aspx?tipo=1&codigo=8493>> Acesso em 30 ago. 2017

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS. **Circular SUSEP N° 365, de 27 de maio de 2008**. Estabelece normas para elaboração, operação e comercialização de títulos de capitalização. Disponível em <
<http://www2.susep.gov.br/bibliotecaweb/docOriginal.aspx?tipo=2&codigo=24120>> Acesso em 05 nov. 2016

WEBER, Anatole. **Traité des Sociétés de Capitalisation**, 2ème édition, Paris, Marcel Rivière Editeur, 1931, Pág. 9 e 13