

# 14º SEMINARIO CEMEC DE MERCADO DE CAPITAIS

## AJUSTE FISCAL E A RECUPERAÇÃO DO INVESTIMENTO

25/06/2014

Carlos A. Rocca



# INDICE

- 1. Ajuste fiscal e retomada do crescimento**
- 2. Visão Macro: poupança, investimento e seu padrão de financiamento**
- 3. 2010/2014: Queda de rentabilidade e da poupança das empresas não financeiras**
- 4. Fatores de queda do investimento : um modelo simples**
- 5. Industria de transformação: cambio pode ajudar, mas aumento de produtividade é essencial**
- 6. Investimentos em infraestrutura o novo pacote de concessões**
- 7. Conclusões**

**Anexos: Notas metodológicas: 01- Poupança Nacional Bruta; 02- Composição da poupança bruta  
03 – Amostra de empresas 04: Painel fixo versus todas empresas**

# **1. Ajuste fiscal e retomada do crescimento**

# **Crescimento é importante para ajuste fiscal e queda da carga da dívida bruta /PIB**

## **1. Ajuste fiscal:**

- **Manutenção do “investment grade”**
- **Sustentabilidade da dívida pública**
- **Controle da inflação, redução de taxa de juros**
- **Recuperação da confiança**

## **2. Desafios**

### **a. Impacto recessivo**

### **b. Sem crescimento é difícil evitar aumento da dívida bruta/PIB:**

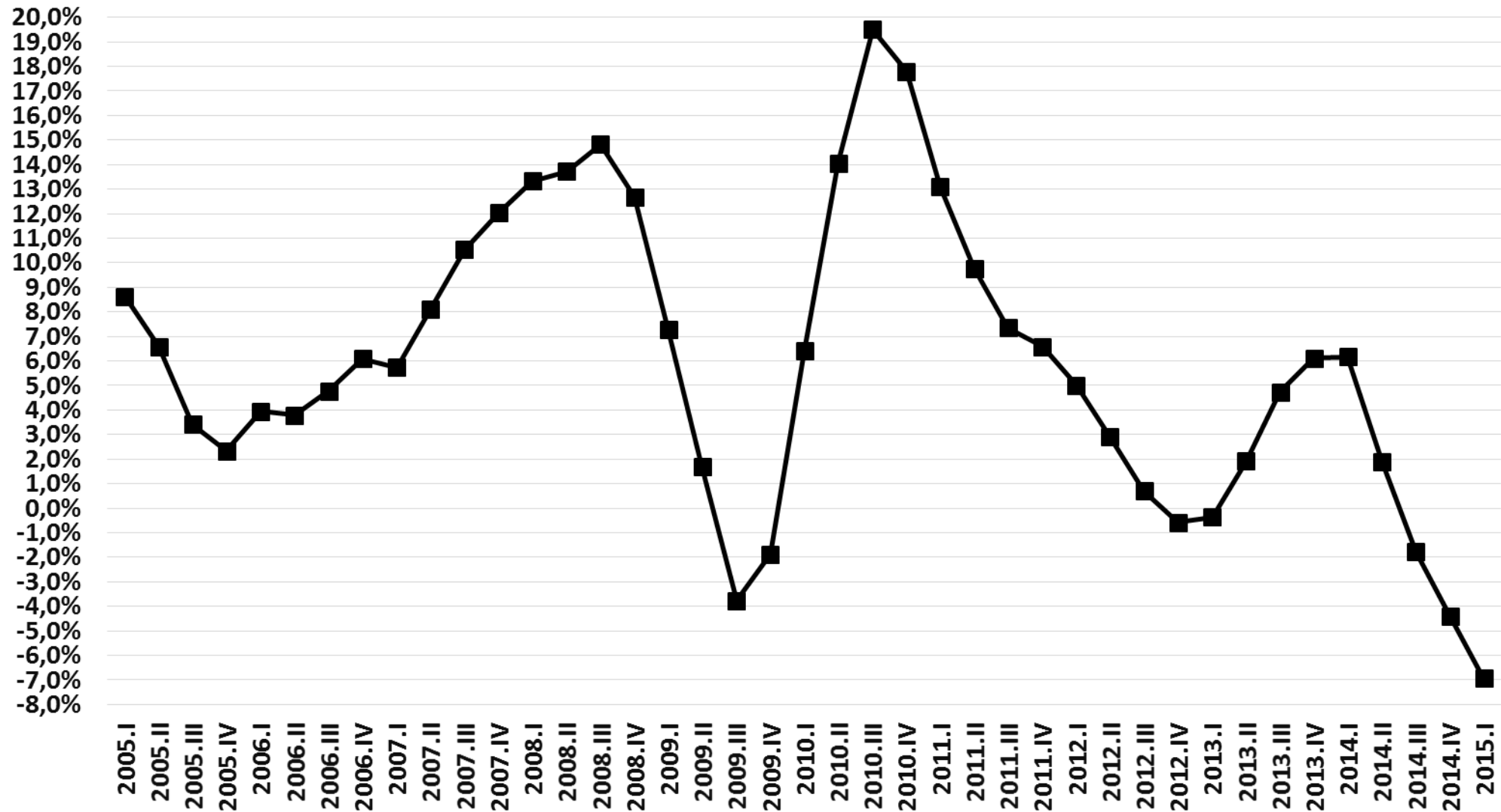
- a. **Despesas rígidas, muitas indexadas**
- b. **Aumento da taxa de juros: maior despesa financeira**
- c. **Queda de receita: aumento de impostos e da carga tributária**
- d. **Superávit primário de 1,2% , 2% - dívida bruta /PIB aumenta- capitalização juros**

# **Condições desafiadoras para investimentos privados e seu financiamento**

- 1. Queda de 6,9% do investimento (FBCF a preços constantes) no acumulado de 4 trimestres terminados em 1T 2015**
- 2. Forte redução da rentabilidade e lucros retidos das empresas 2010/2014**
- 3. Financiamento e custo de capital :**
  - a. Taxas de juros mais elevadas por fatores domésticos e internacionais (juros EUA): custo de capital próprio e de dívida**
  - b. Maior volatilidade e menor facilidade de acesso ao mercado financeiro internacional;**
  - c. BNDES: redução de desembolsos, elevação da TJLP**
- 4. Confiança empresarial: índices em recorde de baixa**
- 5. Expectativas: recessão 2015 e baixo crescimento próximos anos**

## Variação Anual da FBCF a preços de 1995 (média móvel de 4 trimestres)

Fonte: IBGE Elaboração: CEMEC



# Fatores de queda dos investimentos:

## Algumas hipóteses (\*)

### 1. Queda da rentabilidade:

Balancos consolidados mostram forte queda de rentabilidade e lucros retidos das empresas não financeiras desde 2010; recuperação de margens e lucros é importante para retomar investimentos

### 2. Confiança :

A perda da confiança dos empresários é o principal fator que tem inibido os investimentos; a recuperação da confiança obtida com o ajuste fiscal poderia destravar o investimento privado.

### 3. Expectativa de crescimento:

A expectativa de aumento da demanda é fator importante da decisão de investir e ampliar capacidade de produção; no nível agregado trata-se da expectativa de crescimento do PIB ;

(\*) Nota CEMEC 05/2015 – Ajuste Fiscal e Retomada dos Investimentos– a sair em breve [www.cemec.ibmec.org.br](http://www.cemec.ibmec.org.br)

# **Algumas ações da política econômica**

## **1. Ajuste fiscal**

## **2. Correção de preços relativos**

**a) Ajustes de preços administrados: combustíveis, eletricidade e transportes**

**b) Câmbio**

## **3. Pacote de concessões de infraestrutura**



## **2. Visão Macro:**

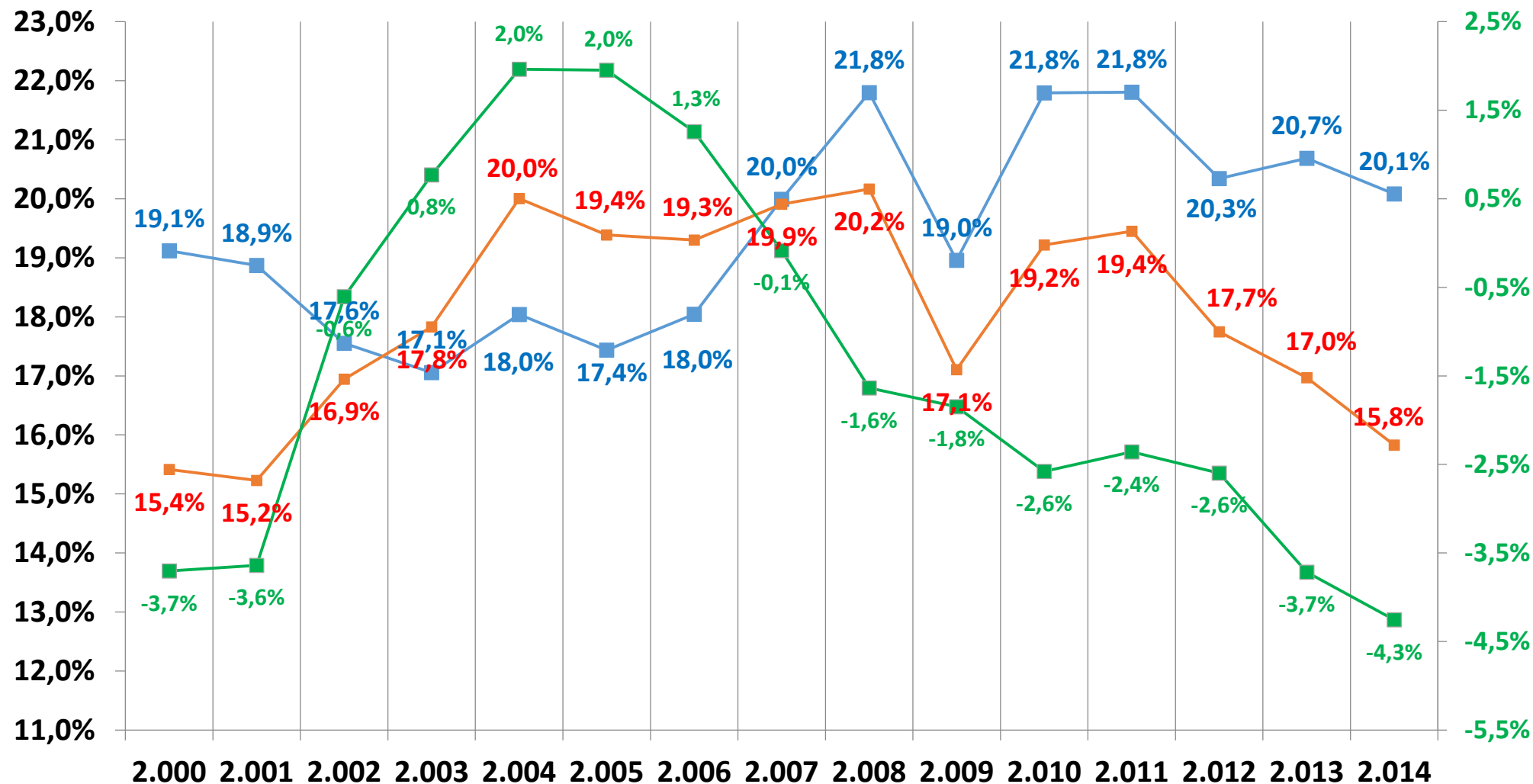
**Poupança, investimento e seu padrão de  
financiamento**

# **Fonte de dados**

**Base : Contas Nacionais IBGE – Nova metodologia de 27/03/2015**

- 1. Poupança Nacional Bruta**
  - 2010/2014 IBGE nova série**
  - 2005/2009: Estimativa CEMEC - Nota metodológica Anexo 01**
  
- 2. Composição da poupança e do investimento das administrações públicas e empresas não financeiras:**
  - 2000/2009 : IBGE;**
  - 2010/2014: Estimativa CEMEC - Nota metodológica Anexo 02**

## Investimentos e Poupança Nacional Bruta - em % do PIB



—■— Investimento = FBCF + var. estoques —■— Poupança Nacional Bruta —■— Déficit (eixo da direita)

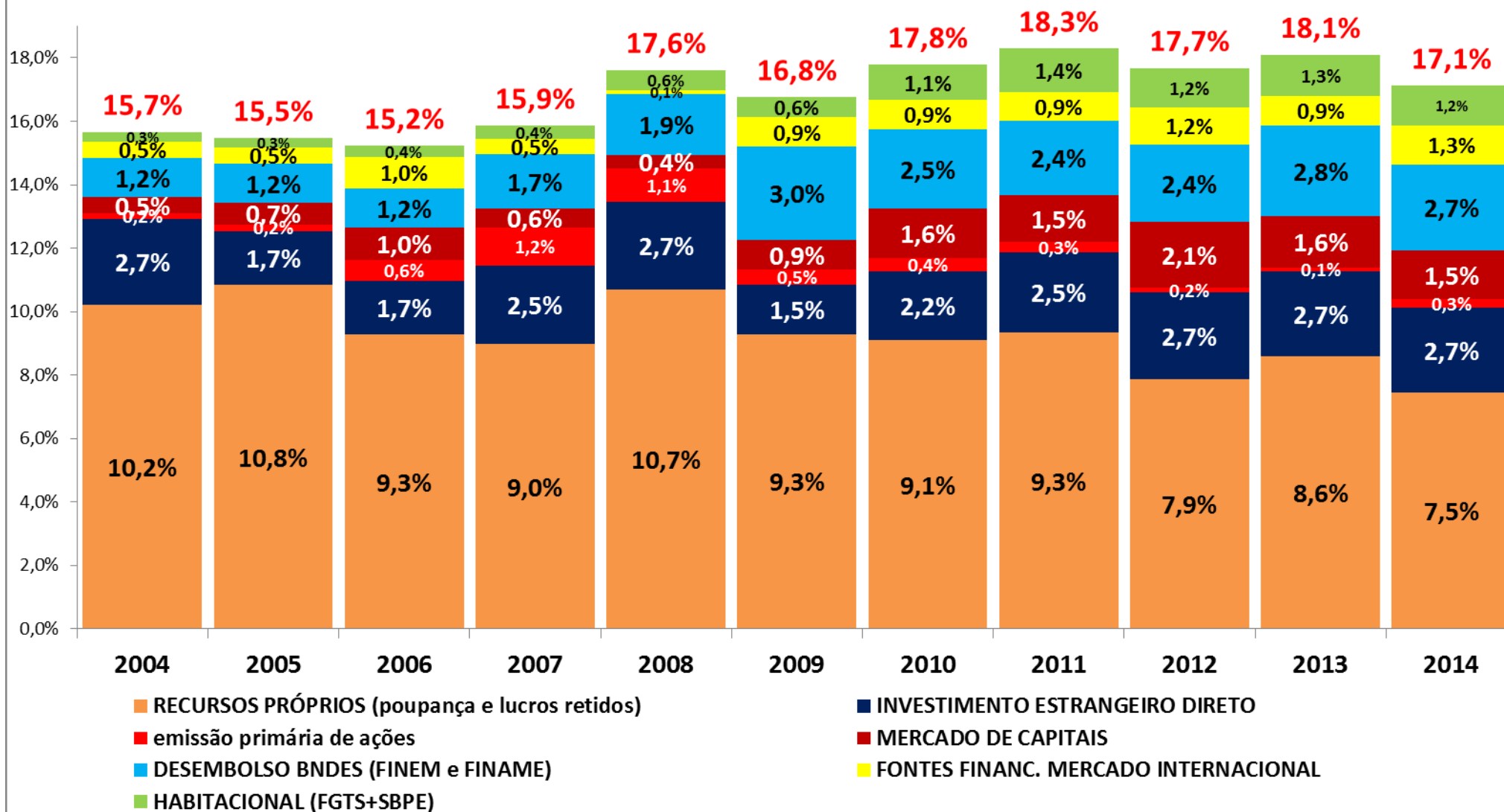
<b>ITENS</b>	<b>2010</b>	<b>2014</b>	<b>2014-2010</b>
<b>Investimento (% do PIB)</b>	<b>21,8%</b>	<b>20,1%</b>	<b>-1,7%</b>
<b>Admin. Pública</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-0,2%</b>
<b>Empresas Financeiras e Famílias</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,6%</b>	<b>0,3%</b>
<b>Empresas Não Financeiras</b>	<b>13,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>-1,8%</b>

**Fonte: IBGE para investimento e CEMEC para a composição**

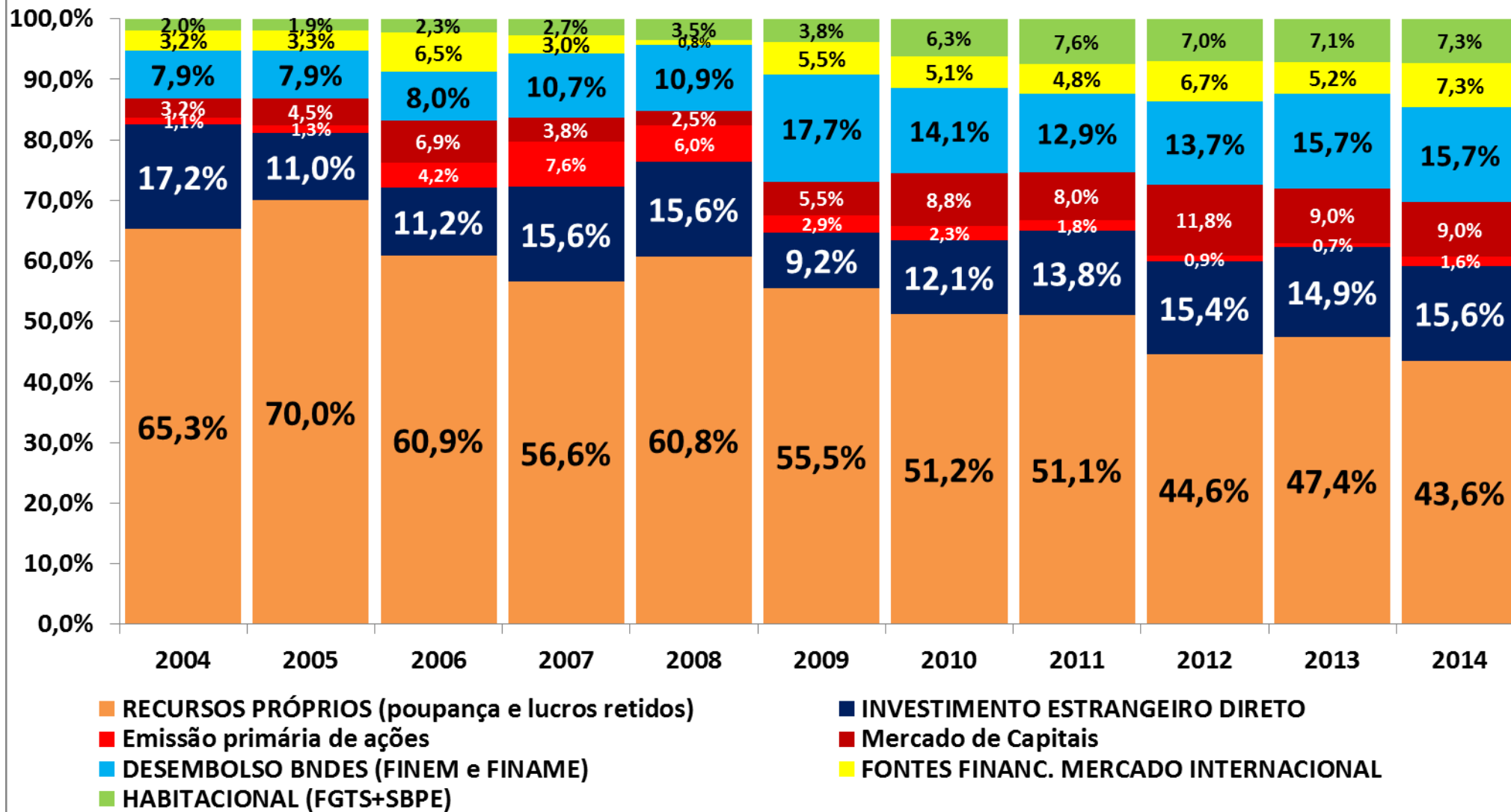
<b>ITENS</b>	<b>2010</b>	<b>2014</b>	<b>2014-2010</b>	<b>%</b>
<b>Poupança Bruta (% do PIB)</b>	<b>19,2%</b>	<b>15,8%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Admin. Pública</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>53,3%</b>
<b>Empresas Não Financeiras</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>31,8%</b>
<b>Empresas Financeiras e Famílias</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>14,9%</b>

**Fonte: IBGE para poupança bruta e CEMEC para a composição**

## Padrão de Financiamento dos Investimentos (FBCF) de Empresas e Famílias 2004 a 2014 % do PIB



## Padrão de Financiamento dos Investimentos (FBCF) de Empresas e Famílias 2004 a 2014 - em % do Total



# **PARTICIPAÇÃO DE RECURSOS PRÓPRIOS NO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO DE EMPRESAS E FAMÍLIAS % DO TOTAL**

<b>PERÍODO</b>	<b>TOTAL</b>	<b>NACIONAIS (*)</b>	<b>IDE</b>
<b>2010</b>	<b>65,6%</b>	<b>53,5%</b>	<b>12,1%</b>
<b>2014</b>	<b>60,8%</b>	<b>45,2%</b>	<b>15,6%</b>
<b>VARIAÇÃO</b>	<b>- 4,8%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>+3,5%</b>

(\*) Inclui emissão primária de ações **Fonte: CEMEC – Instituto IBMEC**

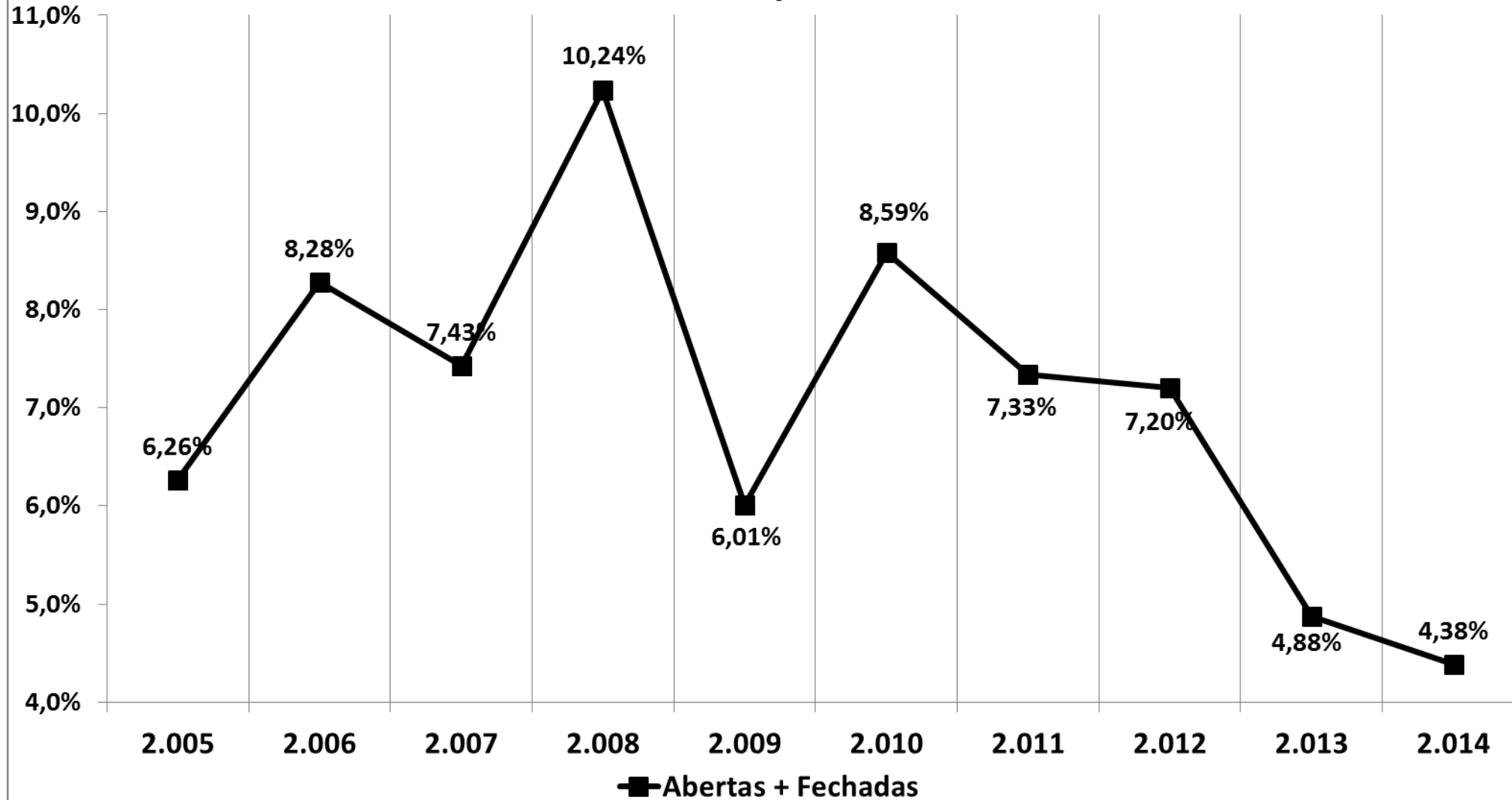


### **3. 2010/2014: queda da rentabilidade e da poupança das empresas não financeiras (\*)**

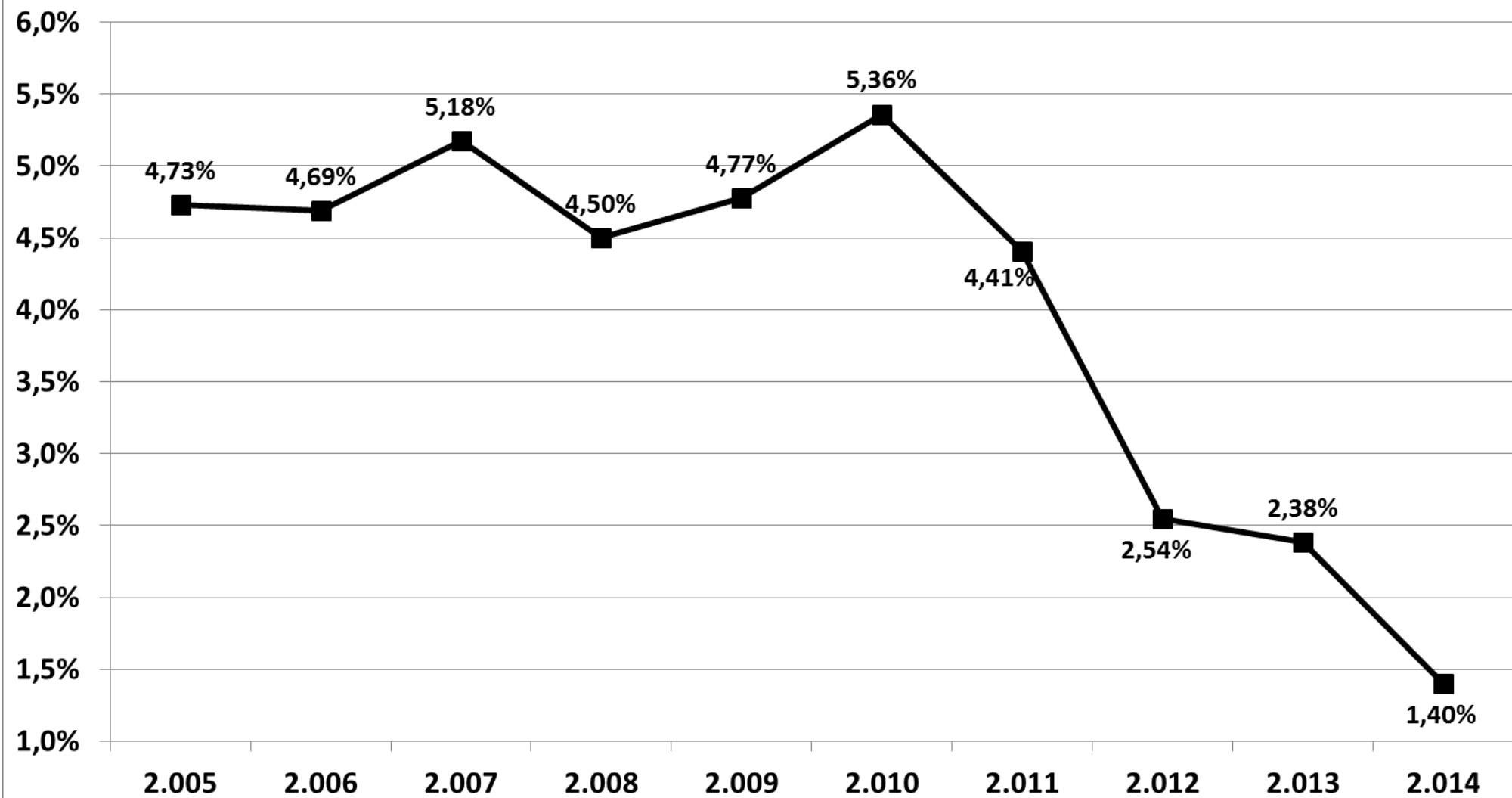
**(\*) Fonte de dados: CEMEC – Consolidação de balanços das 320 companhias abertas e 421 maiores empresas fechadas não financeiras V. Anexo 03 – Amostra de empresas; Período 2010-2014 é painel fixo de empresas; resultados com todas as empresas são semelhantes v. Anexo 04**

### **3.1 Queda de rentabilidade 2010/2014: taxas de retorno das empresas não financeiras não cobrem custo de capital**

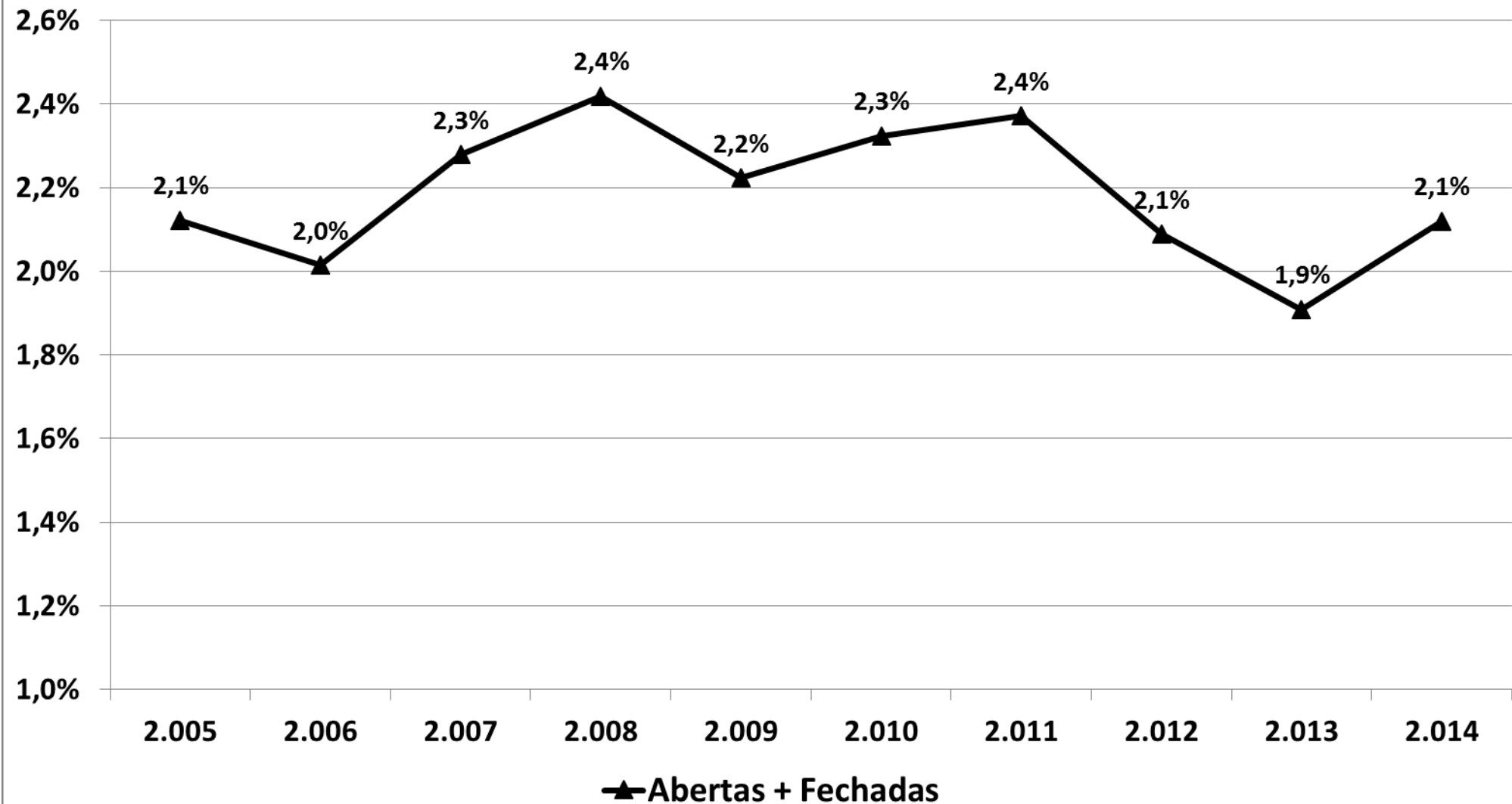
## Investimentos das Cias Não Financeiras (com Petrobras, Eletrobras e Vale) - em % do PIB



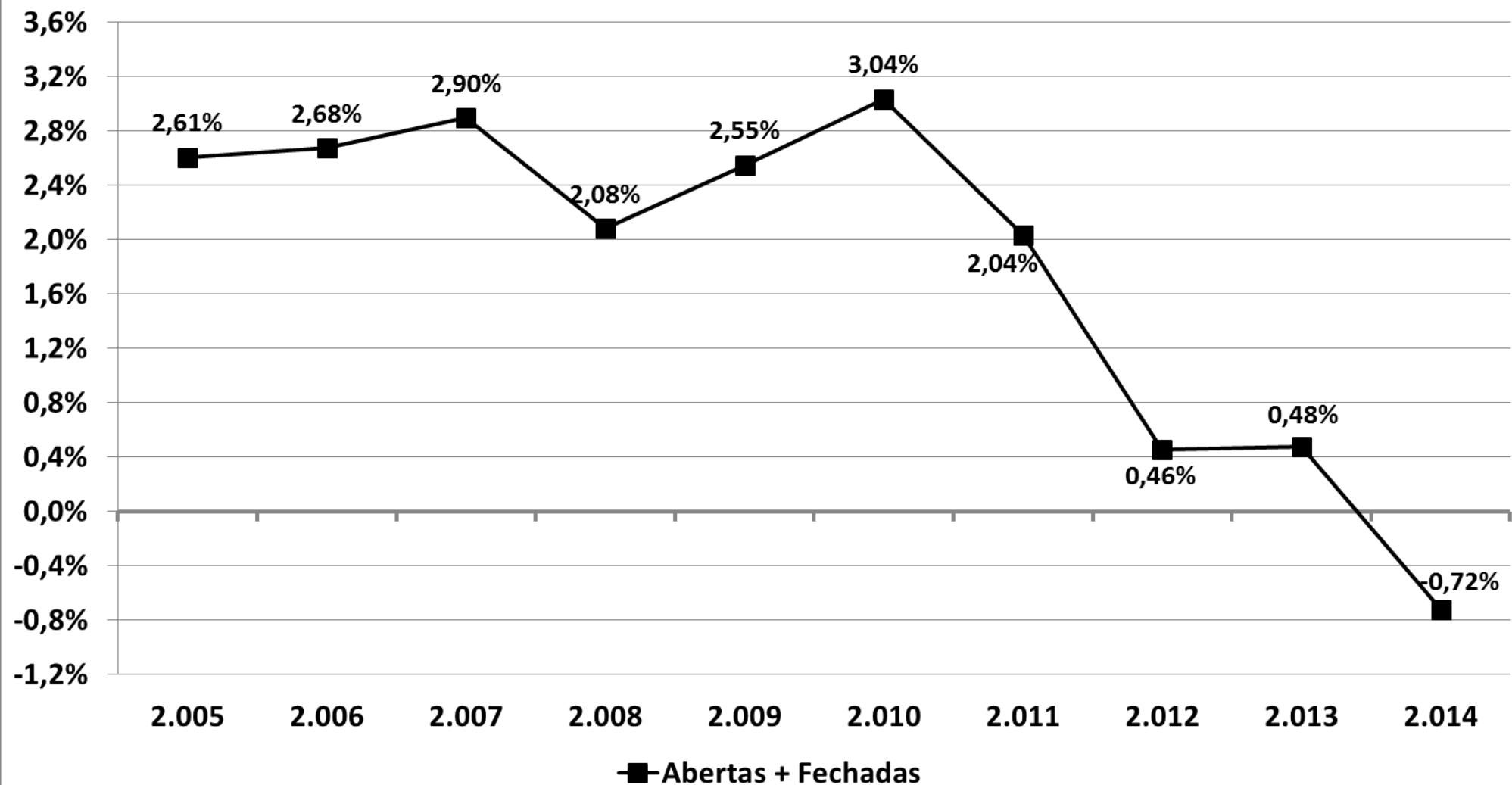
## Lucros Líquidos Cias Não Financeiras (com Petrobras, Eletrobras e Vale) - em % do PIB



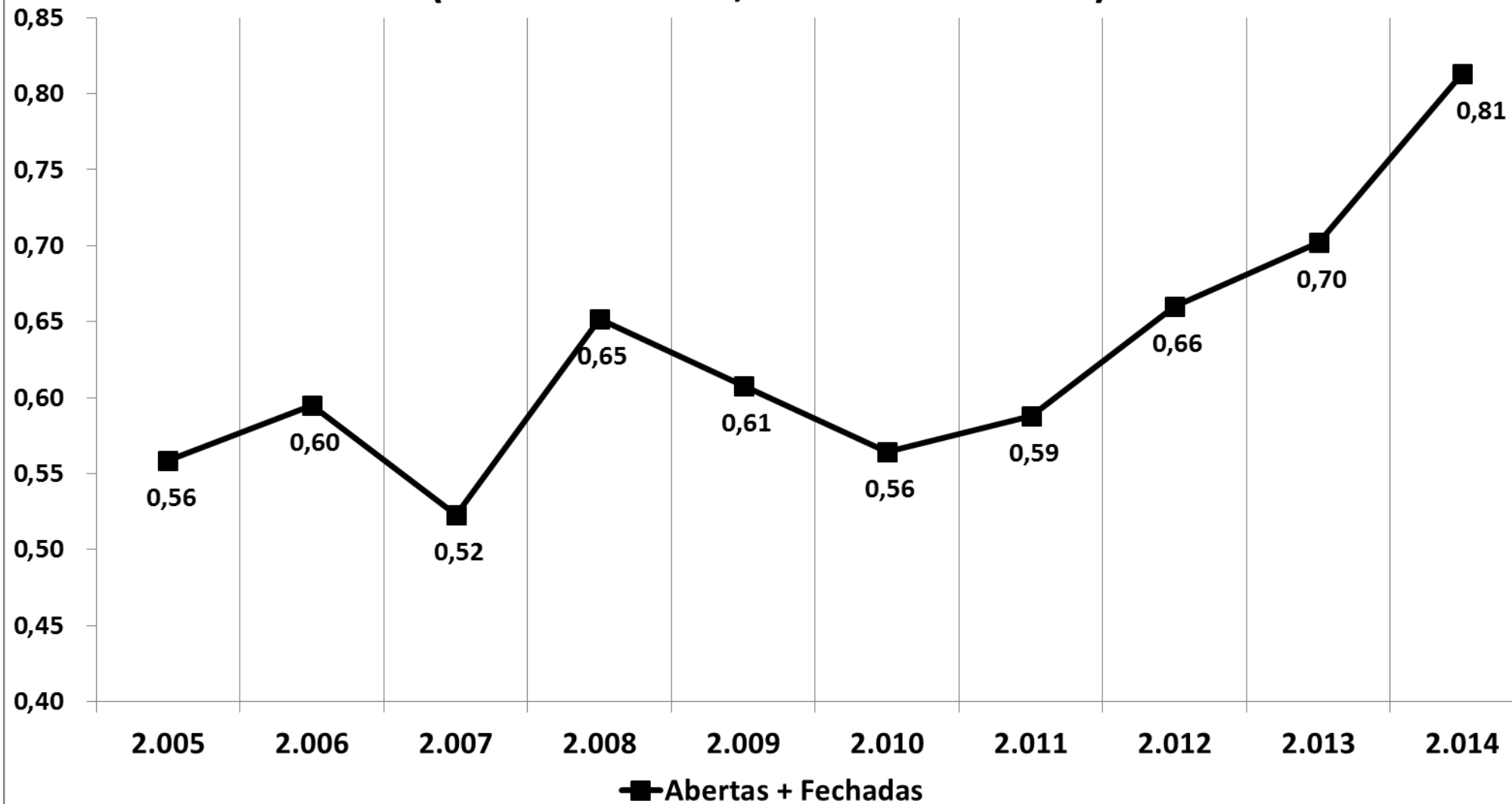
## Dividendos Cias Não Financeiras (com Petrobras, Eletrobras e Vale) em % do PIB



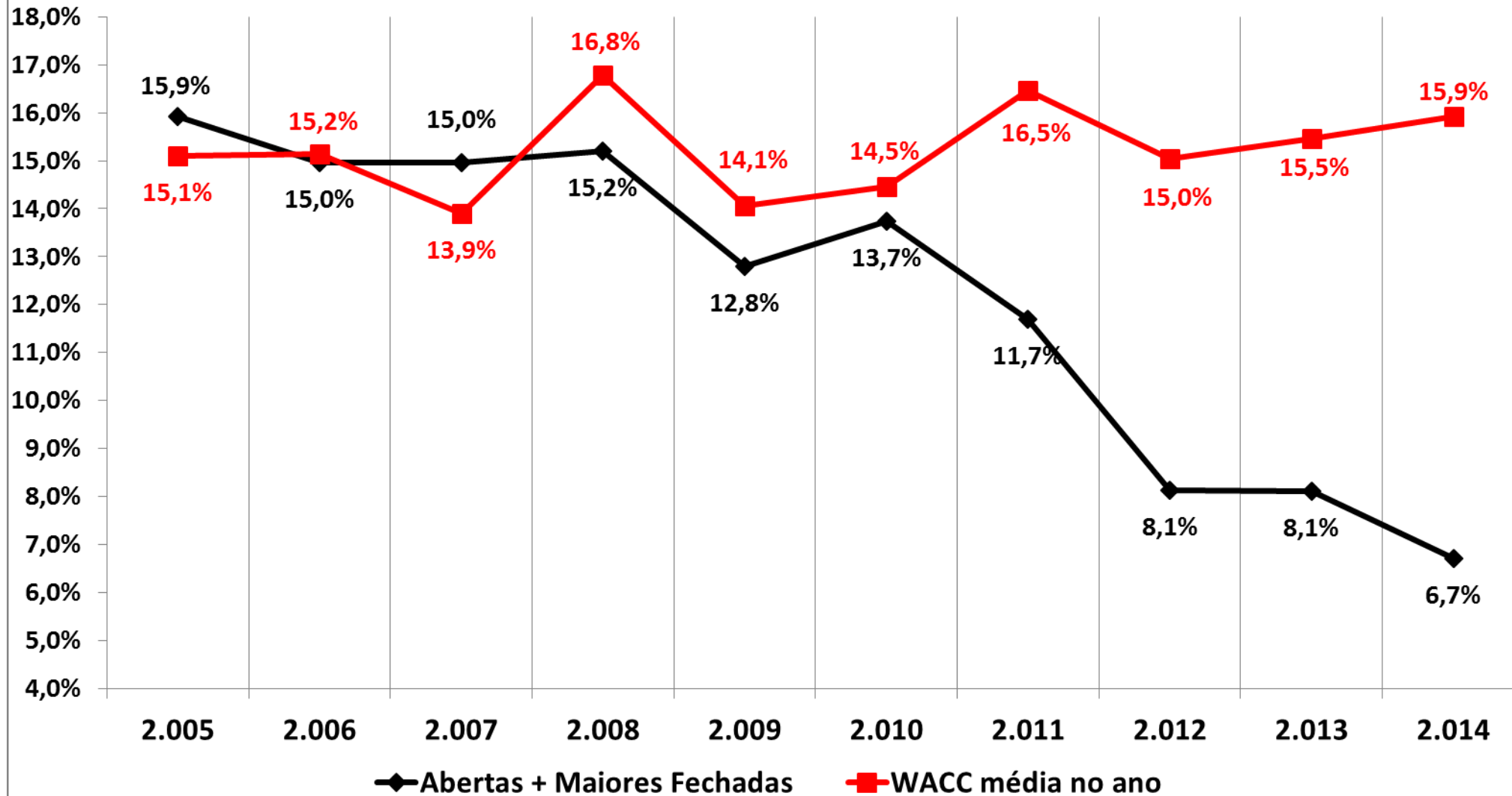
## Retenção de Lucros (Lucros-Dividendos) das Cias Não Financeiras (com Petrobras, Eletrobras e Vale) em % do PIB



## Leverage das Cias Não Financeiras (com Petrobras, Eletrobras e Vale)

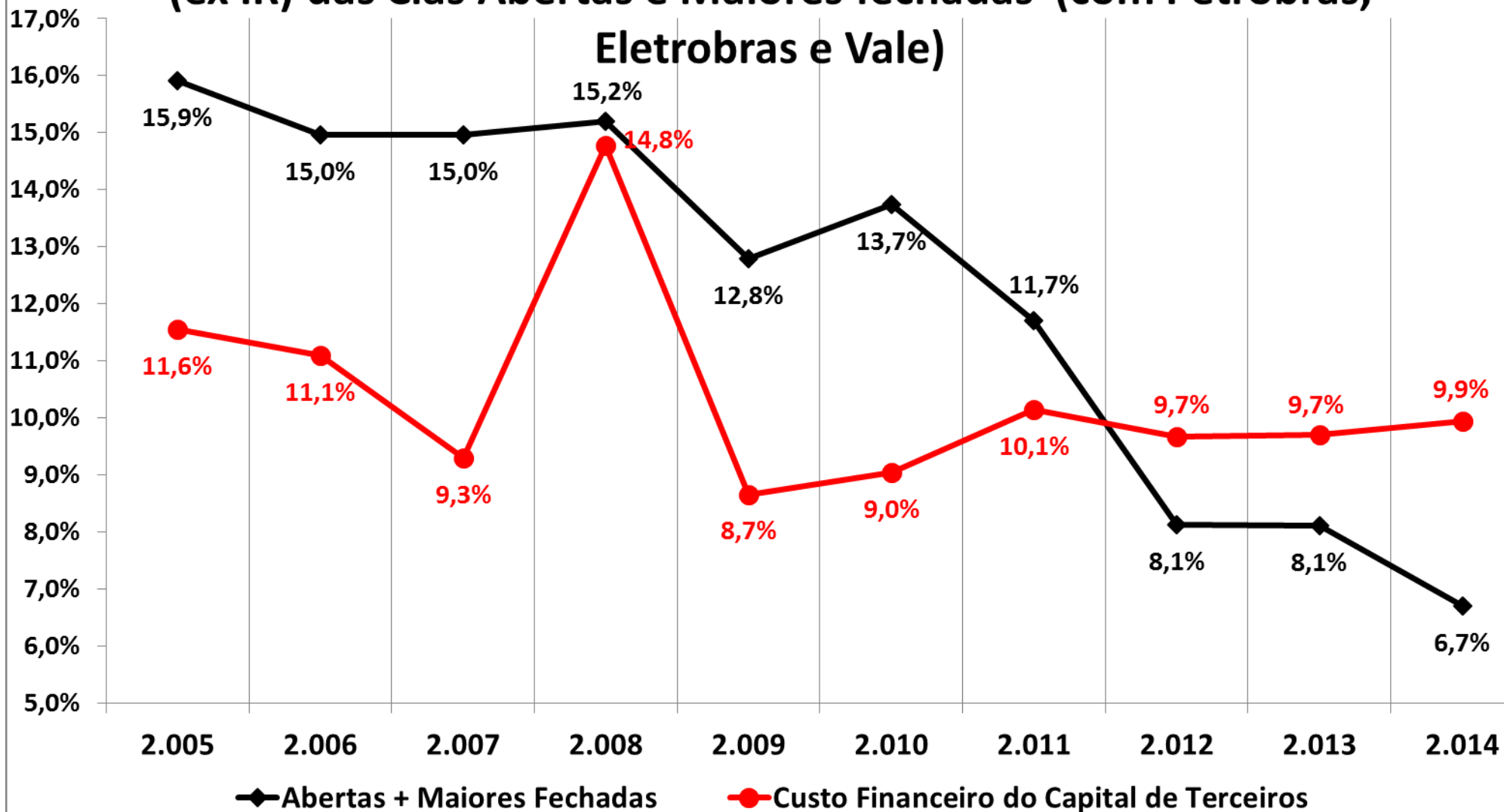


## Retorno sobre Capital Investido (ROIC) das Cias Abertas e Maiores Fechadas (com Petrobras, Eletrobras e Vale) e WACC



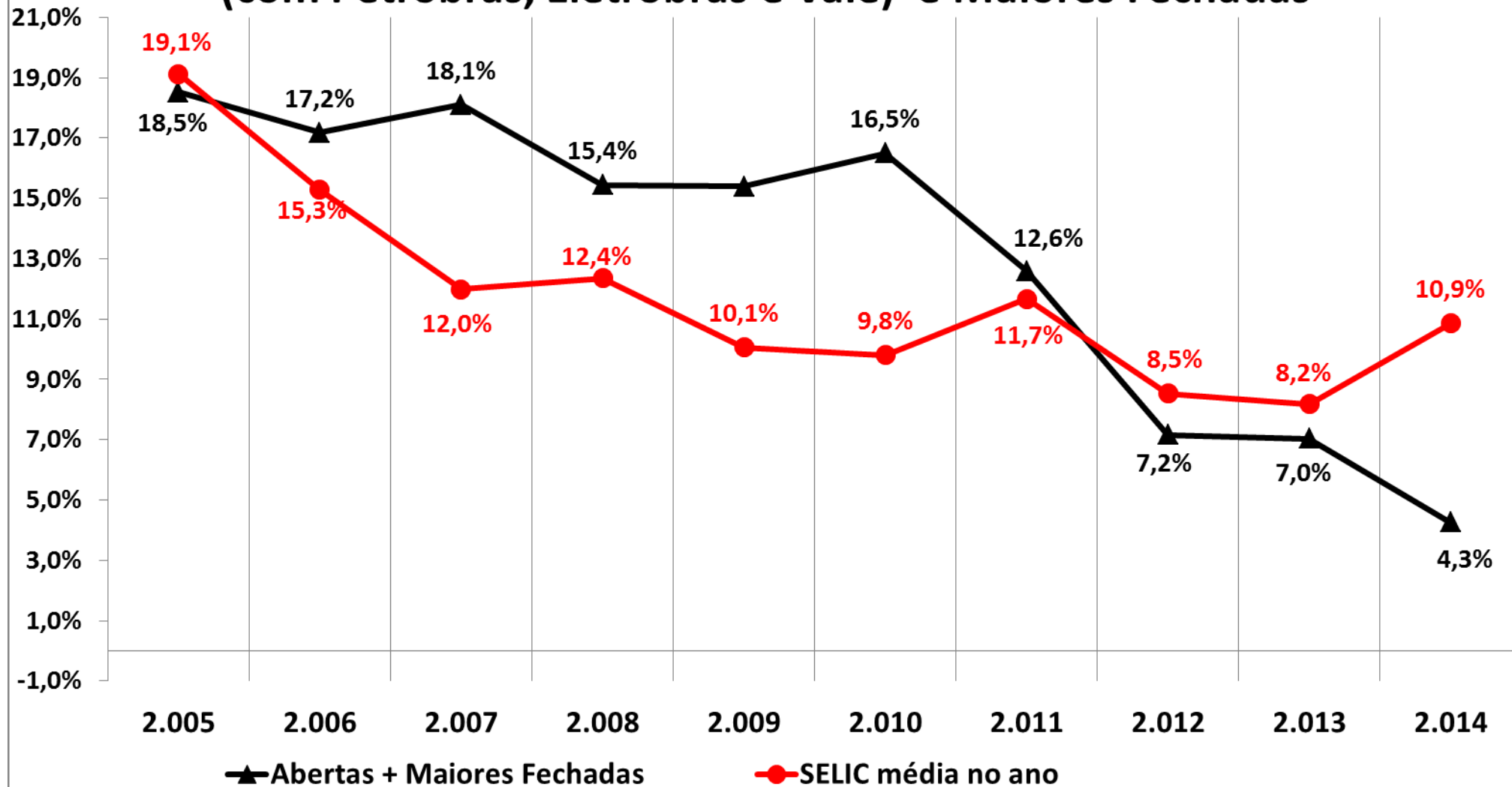


## Retorno sobre Capital Investido (ROIC) e Custo Financeiro (ex IR) das Cias Abertas e Maiores fechadas (com Petrobras, Eletrobras e Vale)



$$\text{ROIC} = \text{EBI} / (\text{KT} + \text{KP})$$

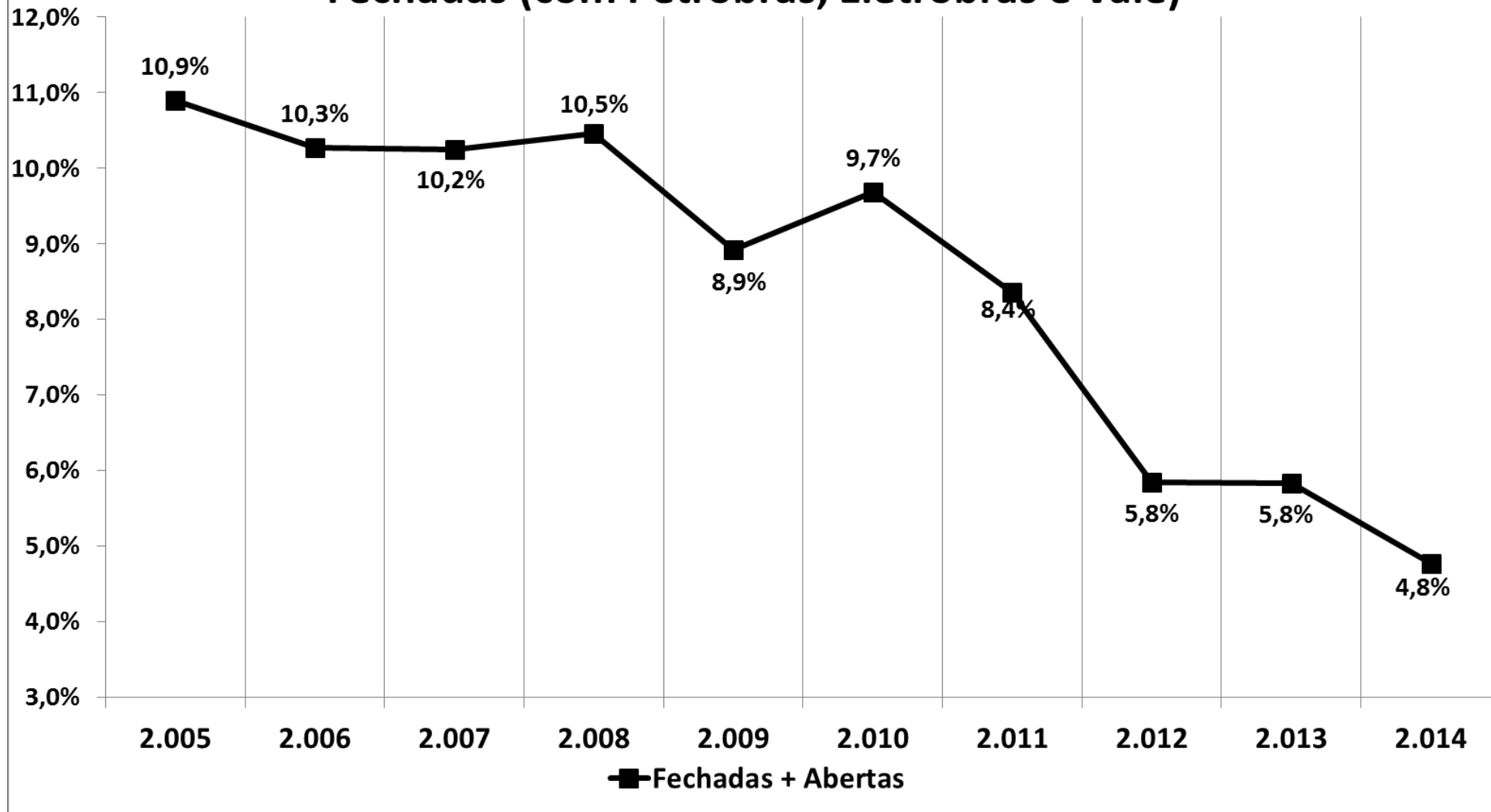
## Retorno sobre Capital Próprio (ROE) das Cias Abertas (com Petrobras, Eletrobras e Vale) e Maiores Fechadas



$$\text{ROE} = \text{LL/PL médio} = \text{ROIC} + \text{KT/KP}(\text{ROIC} - \text{CKT/KT})$$

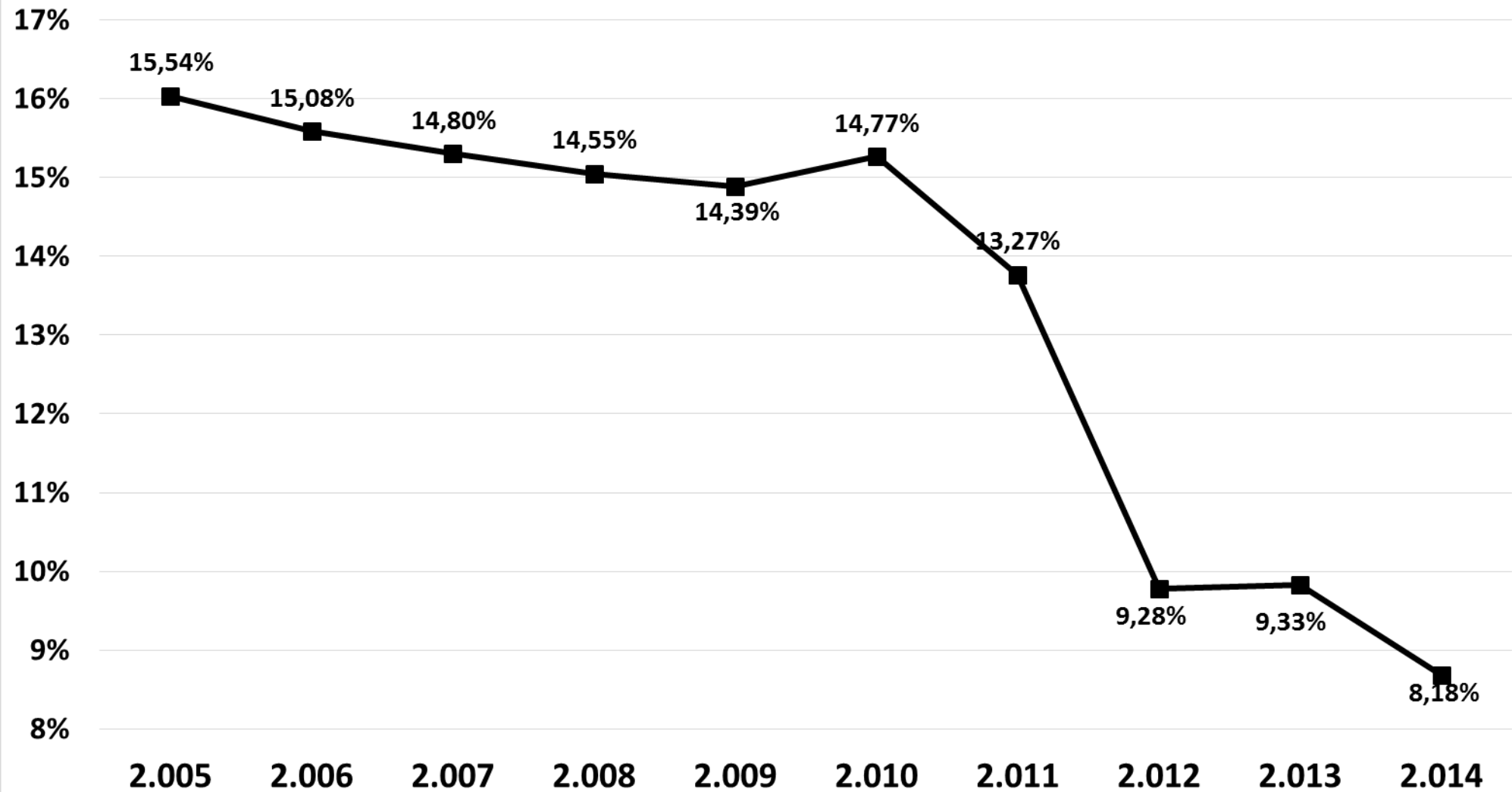
**2010/2014: Redução da margem líquida é o principal componente da queda da taxa de retorno do ativo: empresas não conseguem repassar a totalidade dos aumentos de custos**

## Retorno sobre Ativos (ROA) das Cias Abertas e Maiores Fechadas (com Petrobras, Eletrobras e Vale)

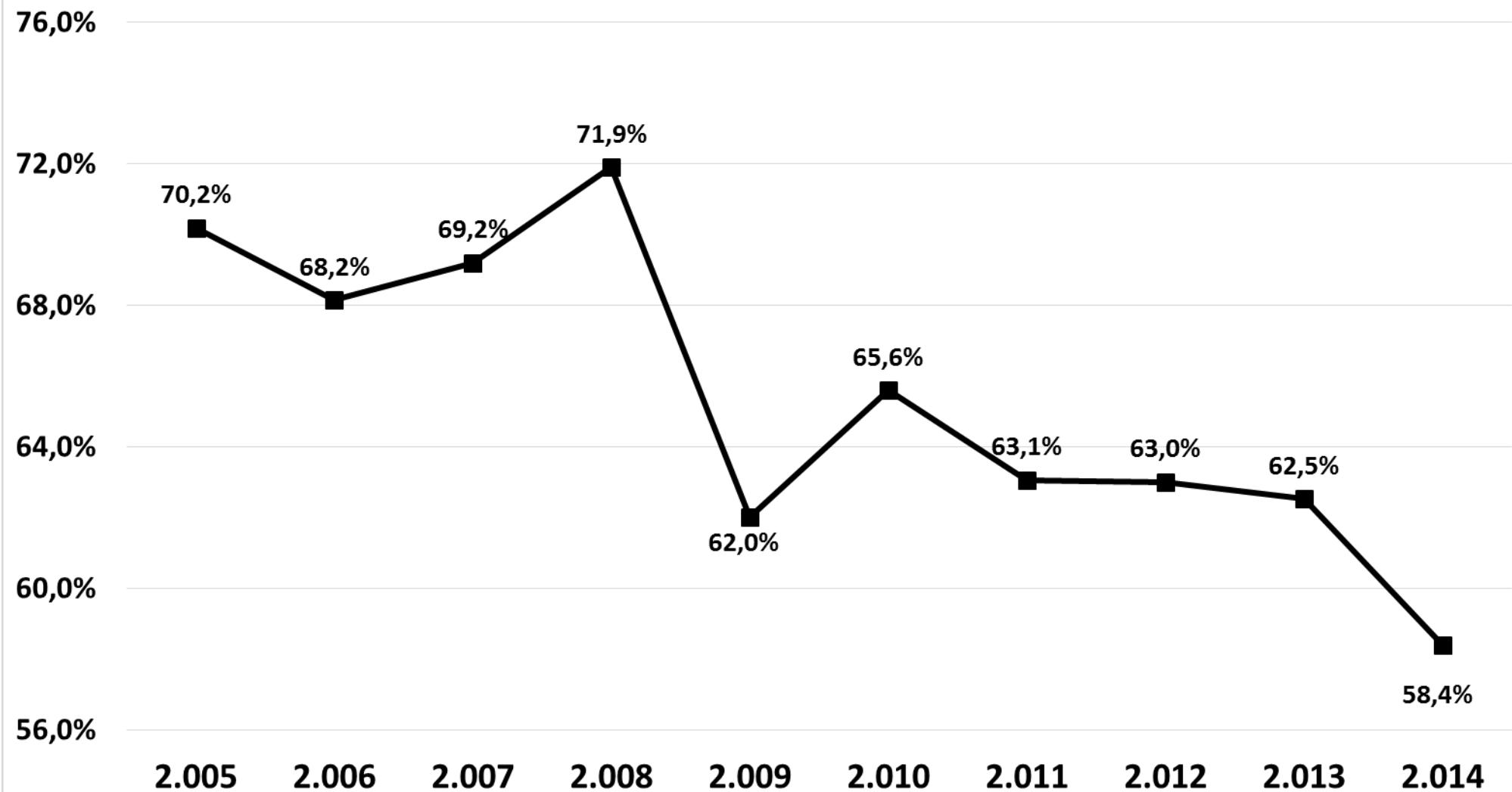


$$\text{ROA} = \text{EBI/AT} = \text{MARGEM (EBI/ROL)} \times \text{GIRO (ROL/AT)}$$

## Margem (EBI/ROL) das Cias Abertas (com Petro, Eletro e Vale) e Maiores Fechadas



## Giro de Ativos (ROL/Ativo médio) das Cias Abertas (com Petrobras, Eletrobras e Vale) e Maiores Fechadas



## Cias Abertas (com Petrobras, Eletrobras e Vale) e Fechadas

VARIÁVEL	2010	2014	2014 - 2010
<b>MARGEM/ROL</b>	<b>14,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>-6,6%</b>
LUCRO BRUTO/ROL	30,1%	25,7%	-4,4%
DESP. OPERACIONAL	13,9%	14,6%	0,7%
Outras despesas/ROL	1,4%	2,9%	1,5%
<b>GIRO (ROL/ATIVO)</b>	<b>0,656</b>	<b>0,584</b>	<b>-0,072</b>
<b>ROA - Retorno sobre Ativos (margem x giro)</b>	<b>9,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>-4,9%</b>

**Obs.: A queda do lucro bruto explica cerca de 54% da queda do Retorno sobre Ativos (ROA); queda do lucro bruto + aumento das despesas operacionais explicam cerca de 63% da queda do Retorno sobre Ativos (ROA)**

## **3.2 Queda de margens: políticas públicas e outros fatores**



## **3.2.1 Estratificação da amostra**

# Empresas da amostra afetadas por políticas públicas

<b>Afetados Políticas Públicas e Vale</b>	<b>No. Empresas</b>
Eletrobras	1
Energia Afetada Políticas Públicas	18
Petrobras	1
Petróleo Afetada Políticas Públicas	8
Etanol Afetada Políticas Públicas	12
<b>Afetados Políticas Públicas</b>	<b>40</b>

## Estratificação da amostra - Investimentos (FBCF)

<b>Grupos</b>	<b>No. Empresas</b>	<b>FBCF 2010 % PIB</b>	<b>FBCF 2014 % PIB</b>	<b>Var Invest. 2014 - 2010</b>	<b>% no Total Var</b>
<b>Afetados Políticas Públicas</b>	<b>40</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>48,9%</b>
<b>Vale</b>	<b>1</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>5,4%</b>
<b>Não Afetadas menos Vale</b>	<b>664</b>	<b>4,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>45,7%</b>
Indústria de Transformação	271	2,5%	1,3%	-1,3%	30,7%
Outras	393	2,1%	1,5%	-0,6%	15,1%
<b>Total</b>	<b>705</b>	<b>8,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>100,0%</b>

## Estratificação da amostra – Lucros Líquidos

<b>Grupos</b>	<b>No. Empresas</b>	<b>LL 2010 % PIB</b>	<b>LL 2014 % PIB</b>	<b>Var LL 2014 - 2010</b>	<b>% no Total Var</b>
<b>Afetados Políticas Públicas</b>	<b>40</b>	<b>1,2%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>44,7%</b>
<b>Vale</b>	<b>1</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>19,7%</b>
<b>Não Afetadas menos Vale</b>	<b>664</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>35,7%</b>
Indústria de Transformação	271	1,3%	0,8%	-0,4%	10,8%
Outras	393	2,1%	1,1%	-1,0%	24,9%
<b>Total</b>	<b>705</b>	<b>5,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>100,0%</b>

Variáveis	Amostra exclusiva empresas afetadas por políticas públicas e Vale			Afetadas por Políticas Públicas		
	2010	2014	2014 - 2010	2010	2014	2014 - 2010
Investimentos (% PIB)	4,99%	2,59%	<b>-2,40%</b>	2,85%	1,14%	<b>-1,71%</b>
Lucros Líquidos (% PIB)	3,37%	1,96%	<b>-1,41%</b>	1,20%	<b>-0,55%</b>	<b>-1,75%</b>
Dividendos (% PIB)	1,72%	1,73%	<b>0,01%</b>	0,61%	0,39%	<b>-0,22%</b>
Retenção de Lucros (% PIB)	1,66%	0,23%	<b>-1,43%</b>	0,73%	<b>-0,76%</b>	<b>-1,49%</b>
Leverage (Dívida/PL)	0,67	0,79	<b>0,12</b>	0,41	1,01	<b>0,60</b>
Retorno sobre Capital Investido (ROIC)	14,10%	10,50%	<b>-3,60%</b>	10,40%	<b>-2,10%</b>	<b>-12,50%</b>
Retorno sobre Capital Próprio (ROE)	16,70%	9,20%	<b>-7,50%</b>	12,50%	<b>-6,40%</b>	<b>-18,90%</b>
Retorno sobre Ativos (ROA)	9,60%	7,20%	<b>-2,40%</b>	7,80%	<b>-1,60%</b>	<b>-9,40%</b>
a) Margem (EBI/ROL)	12,60%	9,80%	<b>-2,80%</b>	17,84%	<b>-6,25%</b>	<b>-24,09%</b>
LUCRO BRUTO/ROL	26,50%	25,40%	<b>-1,20%</b>	38,50%	25,70%	<b>-12,80%</b>
DESP. OPERACIONAL/ROL	13,00%	14,10%	<b>1,10%</b>	18,90%	19,00%	<b>0,10%</b>
Outras receitas e despesas/ROL	1,00%	1,50%	<b>0,50%</b>	1,80%	13,00%	<b>11,30%</b>
b) Giro de Ativos (ROL/Ativo)	0,76	0,74	<b>-0,03</b>	0,44	0,25	<b>-0,19</b>

## **3.2.2 Análise setorial: todas as empresas da amostra**

Em R\$ milhões

SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	% NEG	LL2014	LL2010	VAR PERC
Afetadas por política pública	1.036	9	-79.064	31	-78.028	39	<b>79,5%</b>	-31.094	77.136	<b>-140,3%</b>
Vale	0	0	-30.202	1	-30.202	1	100,0%	220	30.421	<b>-99,3%</b>
Construção Civil	1.448	27	-7.996	25	-6.548	52	48,1%	1.639	8.187	<b>-80,0%</b>
Indústria Extrativa	971	4	-5.575	3	-4.604	7	42,9%	3.026	7.630	<b>-60,3%</b>
Serviços	19.960	112	-34.789	125	-14.828	237	52,7%	39.620	54.448	<b>-27,2%</b>
Indústria Transformação	23.312	143	-26.392	128	-3.081	271	47,2%	45.812	48.892	<b>-6,3%</b>
Comércio	6.144	61	-2.485	36	3.659	97	37,1%	11.452	7.793	<b>47,0%</b>
Agropecuária	50	4	-19	2	31	6	33,3%	66	35	<b>90,3%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>52.922</b>	<b>360</b>	<b>-186.522</b>	<b>351</b>	<b>-133.600</b>	<b>704</b>	<b>49,9%</b>	<b>70.740</b>	<b>234.542</b>	<b>-69,8%</b>

Participação % na variação negativa do lucro líquido



Afetadas por Política Pública	58,4%
Vale	22,6%
Outras	19,0%
Resultado	100,0%

Afetadas Política Pública	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	% NEG	LL2014	LL2010	VAR PERC
Eletronbras	0	0	-5.515	1	-5.515	1	100,0%	-2.963	2.553	-216,0%
Energia Afetada Polit pública	715	4	-13.149	14	-12.434	18	77,8%	-4.565	7.869	-158,0%
Petrobras	0	0	-57.825	1	-57.825	1	100,0%	-21.924	35.901	-161,1%
Petróleo Afetada Polit pública	297	3	-1.860	5	-1.563	8	62,5%	-1.674	-112	-1398,7%
Etanol Afetada Polit pública	24	2	-714	10	-690	12	83,3%	-187	502	-137,3%
<b>Afetadas por política pública</b>	<b>1.036</b>	<b>9</b>	<b>-79.064</b>	<b>31</b>	<b>-78.028</b>	<b>40</b>	<b>4</b>	<b>-31.314</b>	<b>46.714</b>	<b>-167,0%</b>
Vale	0	0	-30.202	1	-30.202	1	100,0%	220	30.421	-99,3%
<b>TOTAL</b>	<b>1.036</b>	<b>9</b>	<b>-109.266</b>	<b>32</b>	<b>-108.230</b>	<b>41</b>	<b>5</b>	<b>-31.094</b>	<b>77.136</b>	<b>-140,3%</b>

Participação % na variação negativa do lucro líquido

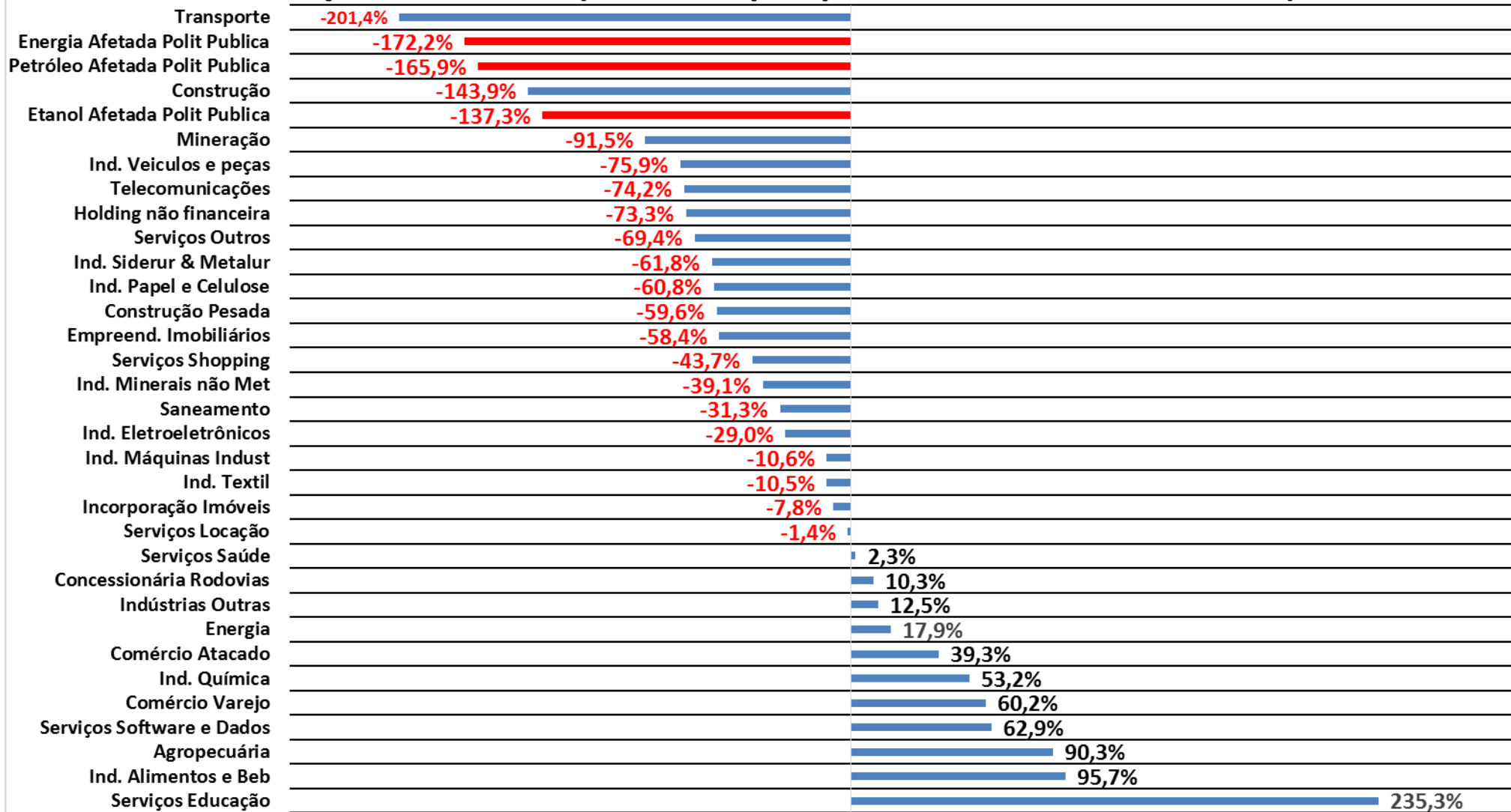


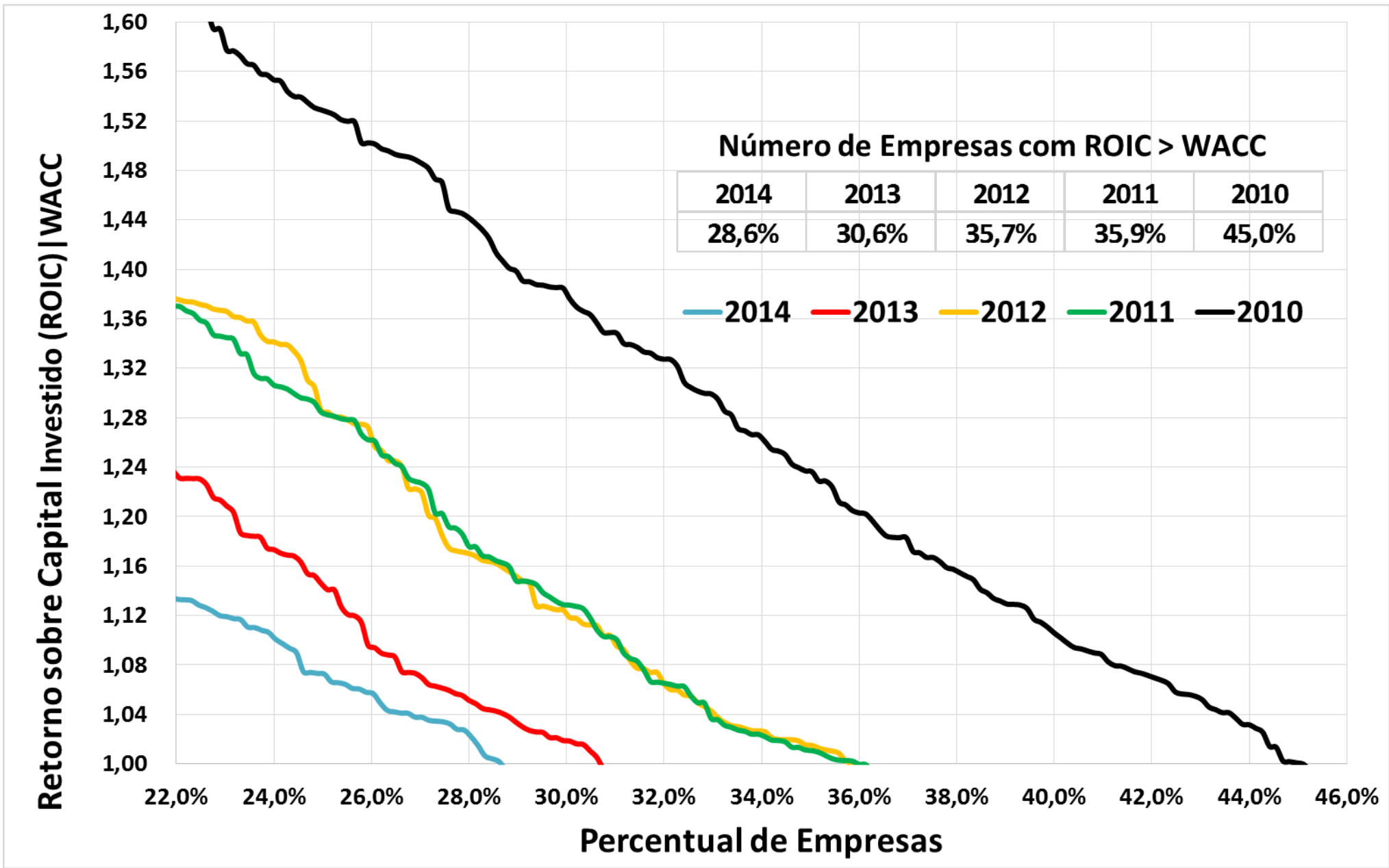
Energia	-17.950	16,6%
Petróleo	-59.388	54,9%
Etanol	-690	0,6%
<b>Afetadas por política pública</b>	<b>-78.028</b>	<b>72,1%</b>
Vale	-30.202	27,9%
<b>TOTAL</b>	<b>-108.230</b>	<b>100,0%</b>

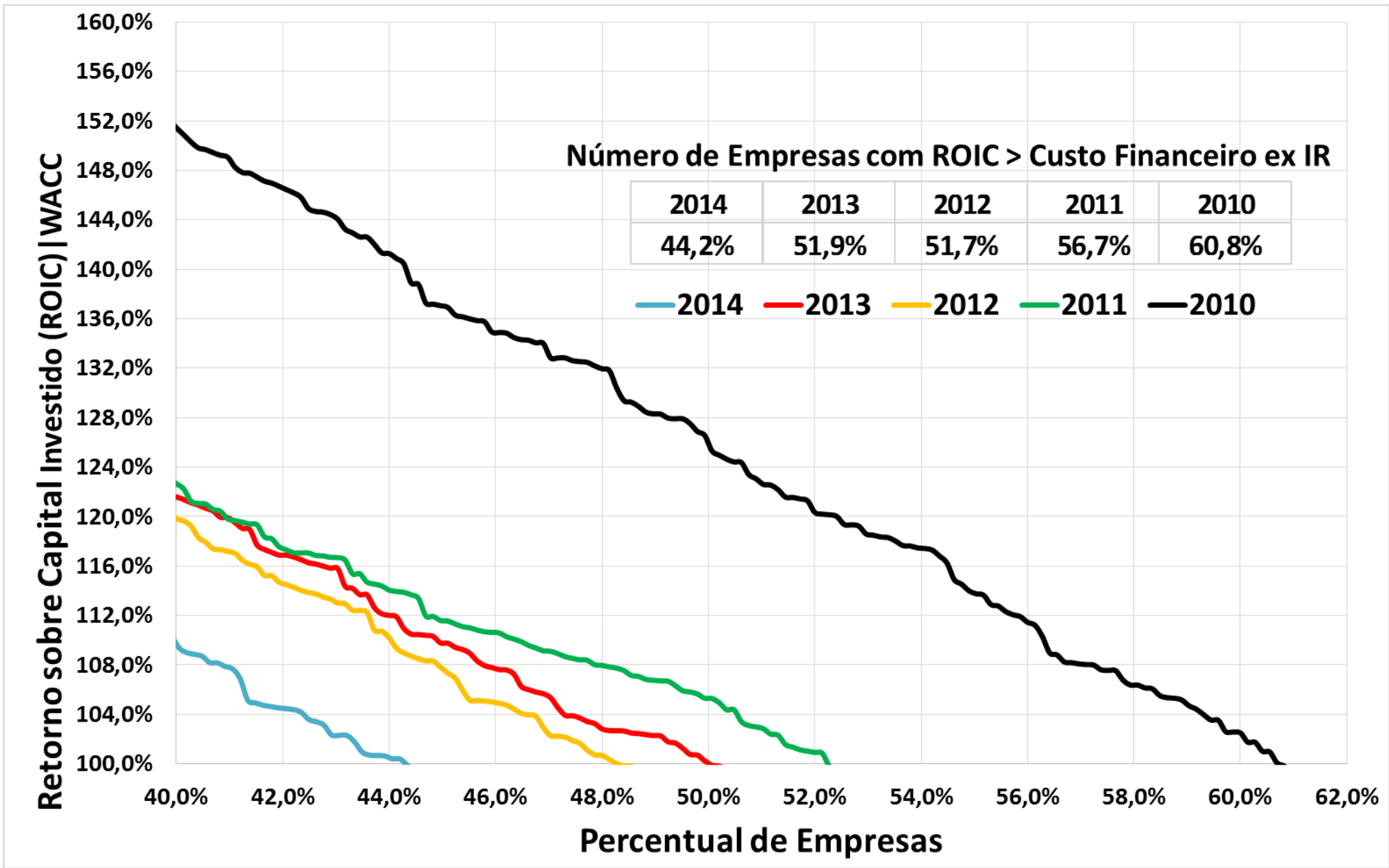


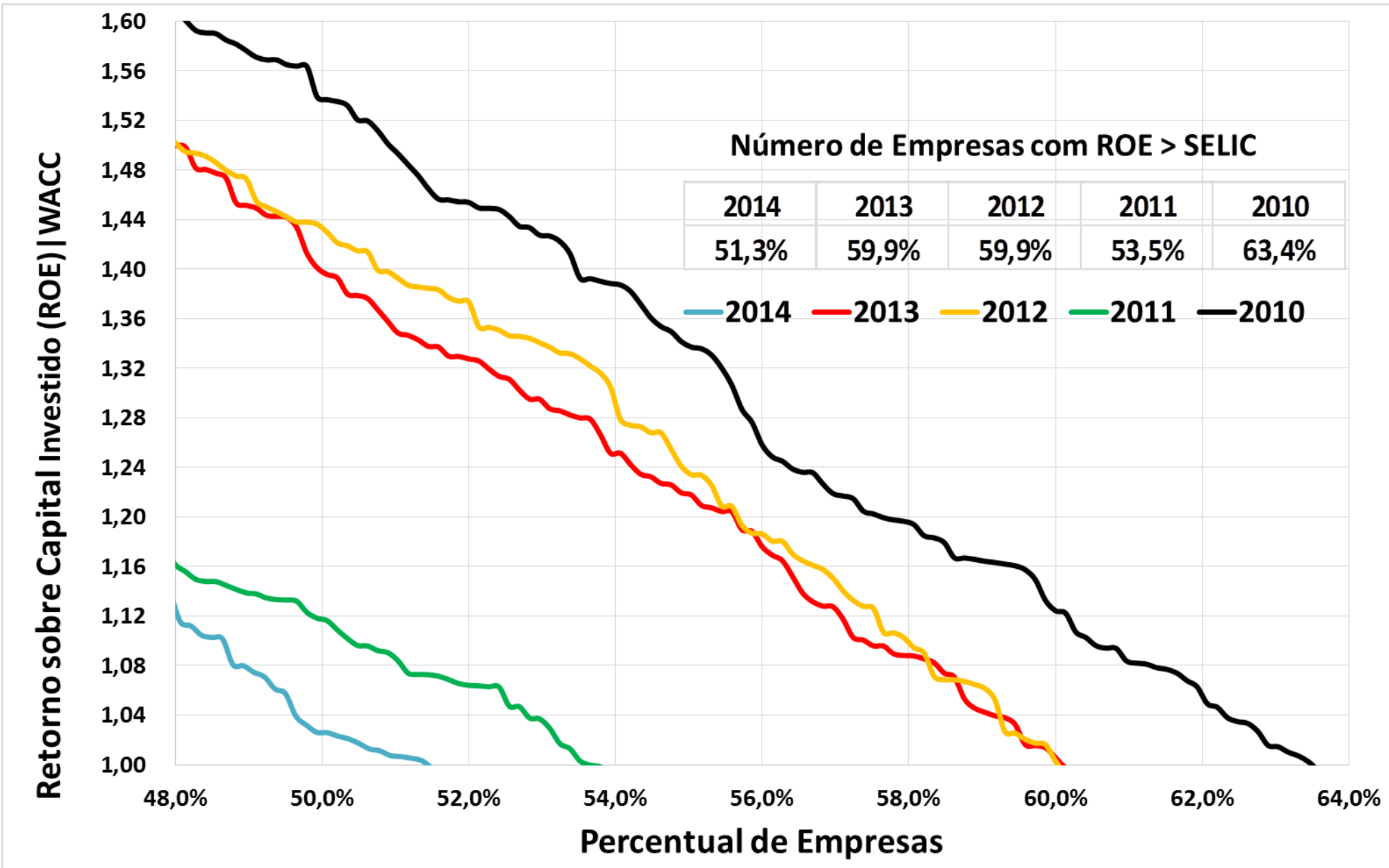
## Variação do Lucro Líquido (com Petro, Eletro e Vale)

### 2010/2014 em % (afetadas pol. pública com barra vermelha)









## **4. Fatores da queda do investimento: um modelo simples**

# Fatores de queda dos investimentos:

## Algumas hipóteses (\*)

### 1. Queda da rentabilidade:

Balancos consolidados mostram forte queda de rentabilidade e lucros retidos das empresas não financeiras desde 2010; recuperação de margens e lucros é importante para retomar investimentos

### 2. Confiança :

A perda da confiança dos empresários é o principal fator que tem inibido os investimentos; a recuperação da confiança obtida com o ajuste fiscal poderia destravar o investimento privado.

### 3. Expectativa de crescimento:

A expectativa de aumento da demanda é fator importante da decisão de investir e ampliar capacidade de produção; no nível agregado trata-se da expectativa de crescimento do PIB

(\*) Nota CEMEC 05/2015 – Ajuste Fiscal e Retomada dos Investimentos– a sair em breve [www.cemec.ibmec.org.br](http://www.cemec.ibmec.org.br)

# Teste de hipóteses

## 1. Base de dados:

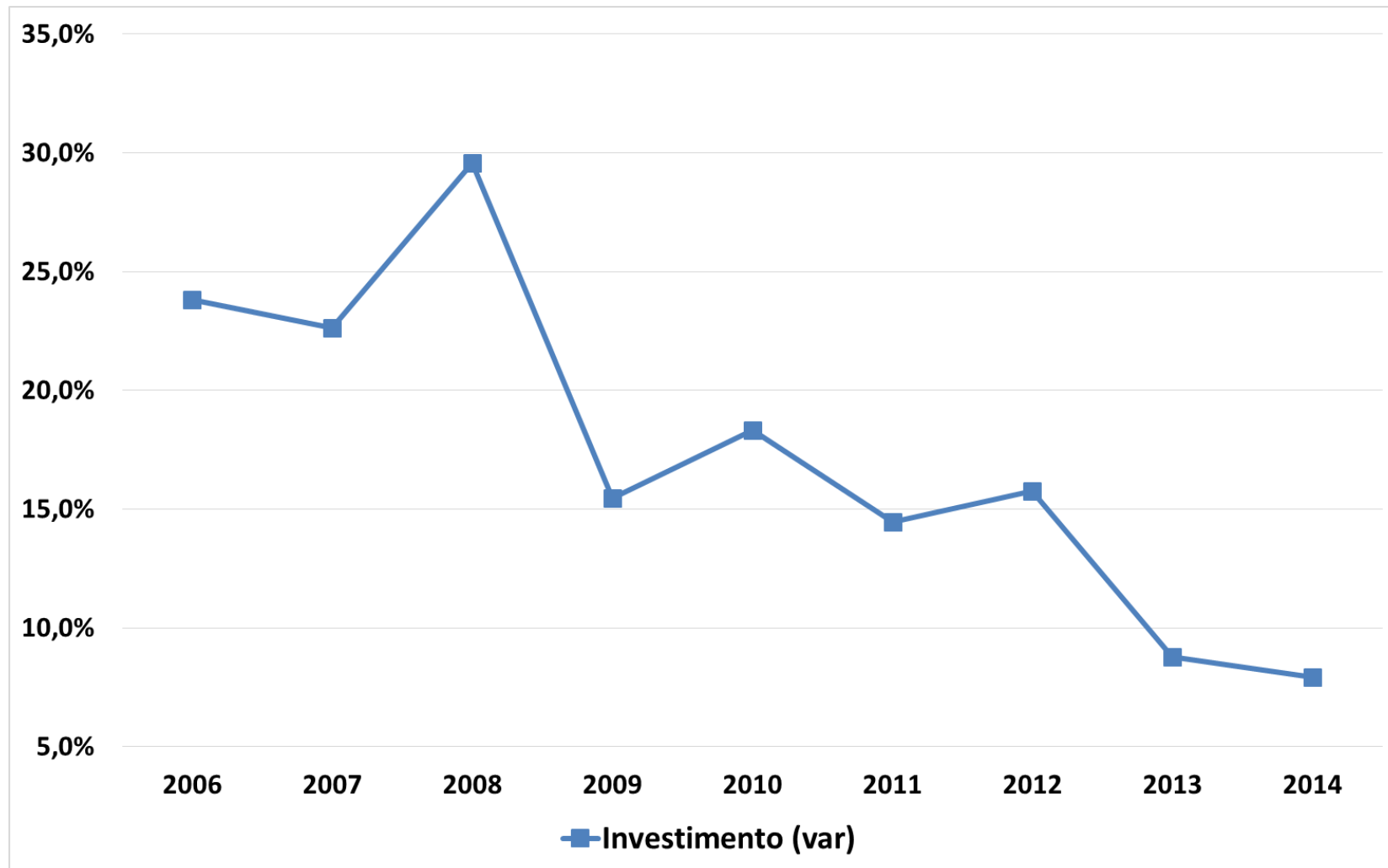
- a. Amostra: empresas não financeiras exceto afetadas por políticas públicas e Vale
- b. Dados: balanços consolidados dessas empresas no período de 2005 a 2014

## 2. Variáveis do modelo:

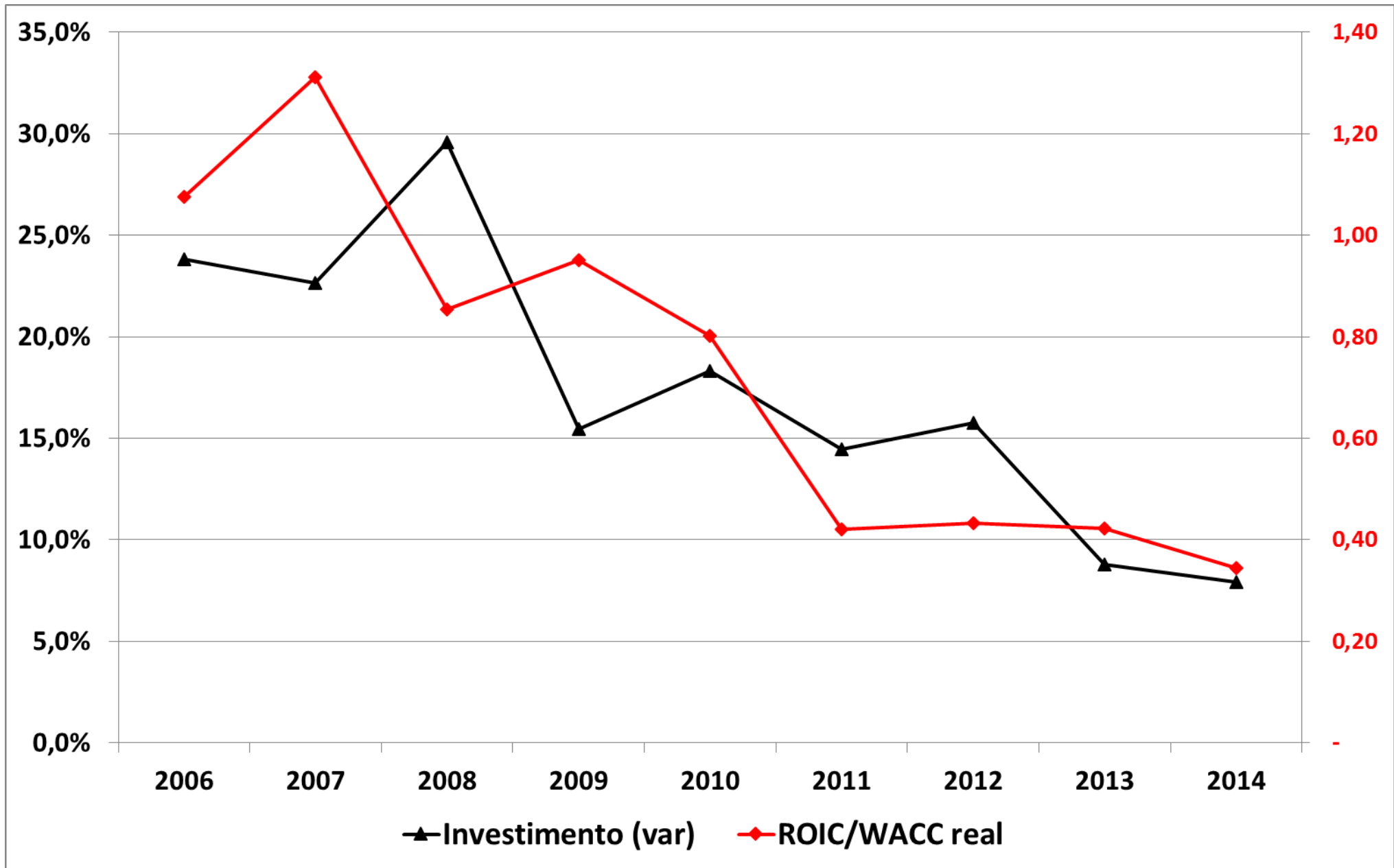
- a. Investimento: investimento bruto de cada ano  $t$  em relação ao saldo de ativos relevantes(\*) do ano  $(t-1)$  = taxa de crescimento desses os ativos
- b. Rentabilidade: relação entre a taxa de retorno do capital investido e o custo médio ponderado do capital (ROIC/WACC)
- c. Confiança: Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI) da CNI
- d. Expectativa de crescimento: média da expectativa de crescimento do PIB da Pesquisa FOCUS do BACEN nos três anos seguintes ao ano de referencia

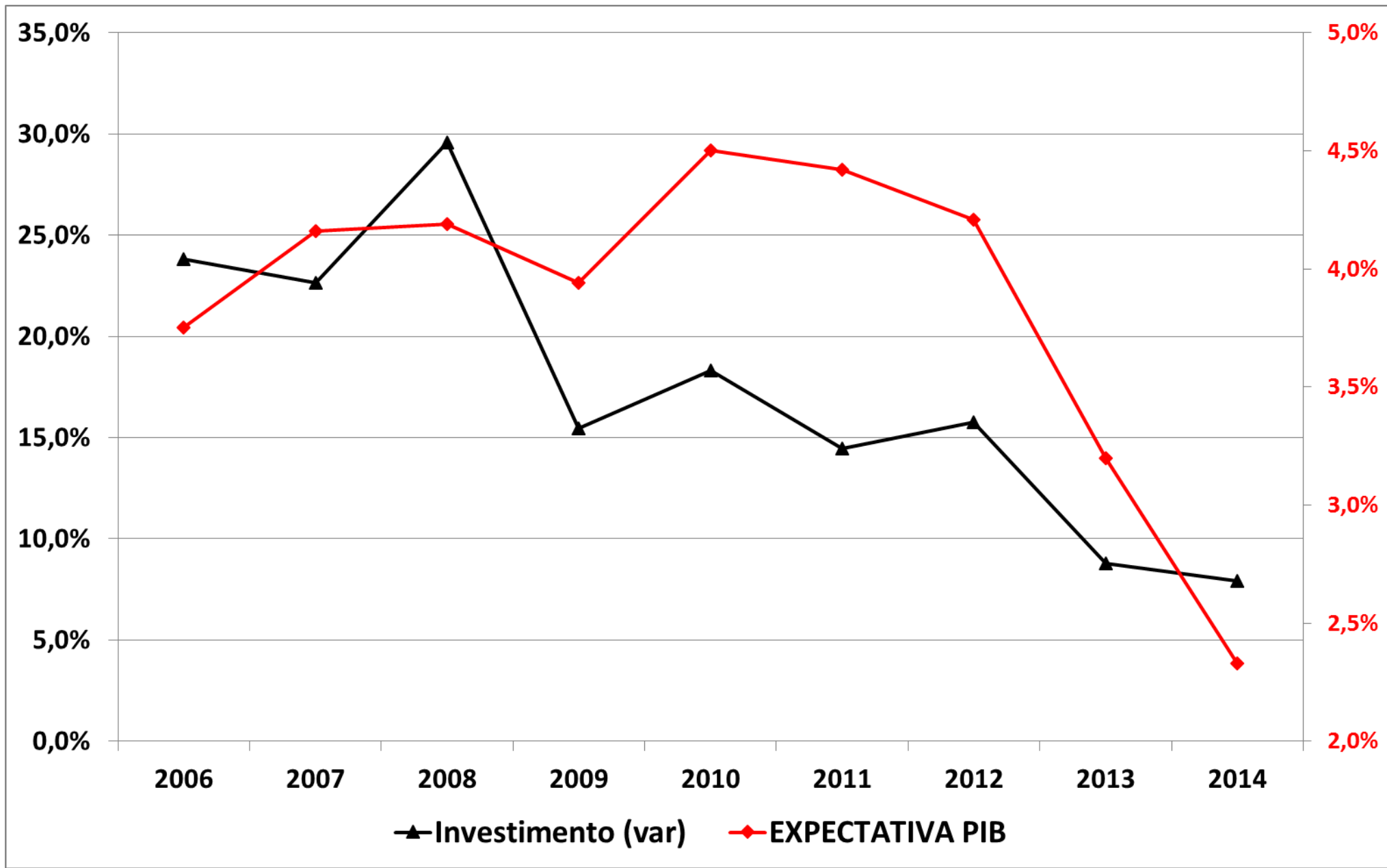
(\*) Imobilizado + intangível + diferido

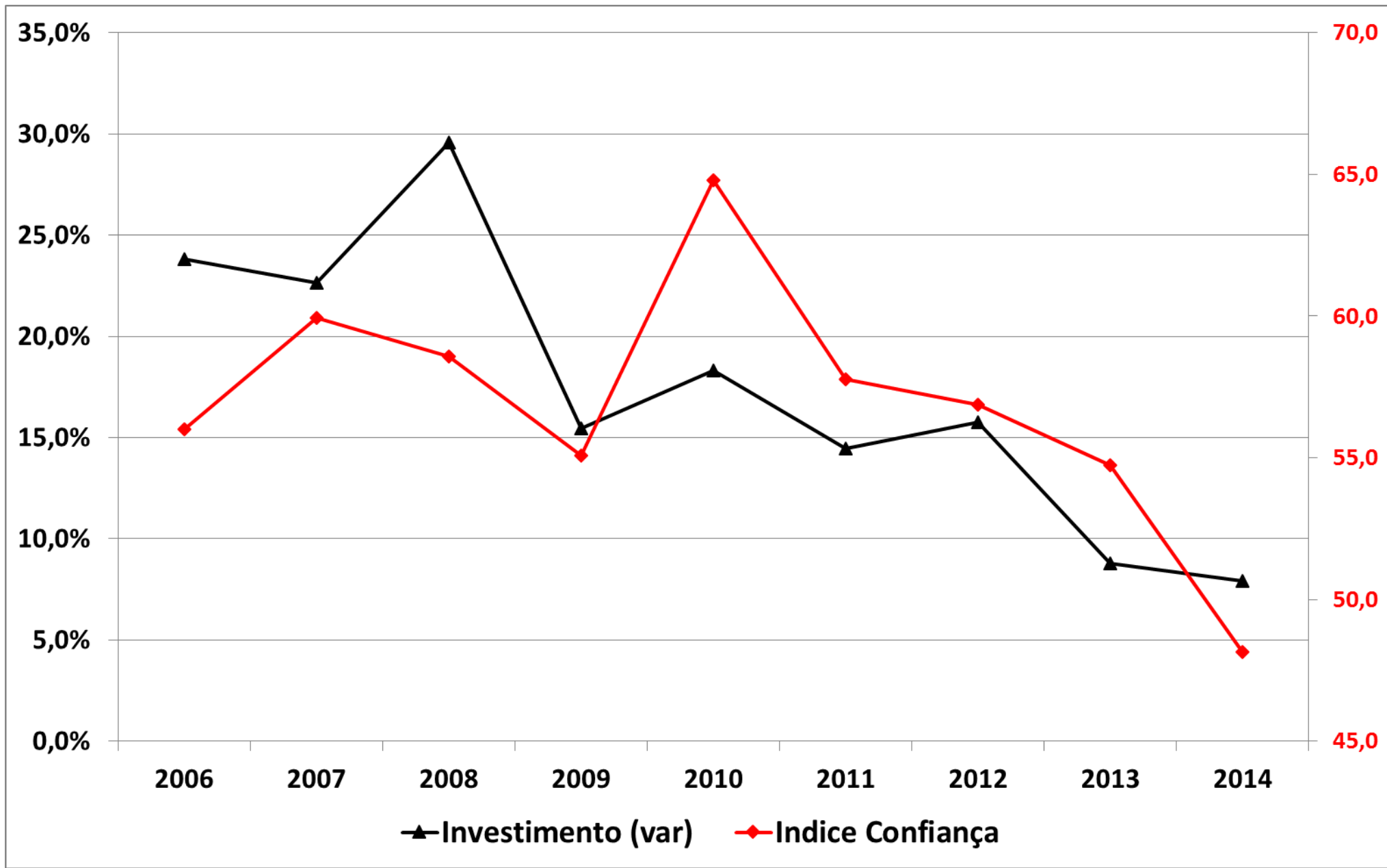
# INVESTIMENTO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA 2006 - 2014 (variação % do saldo)







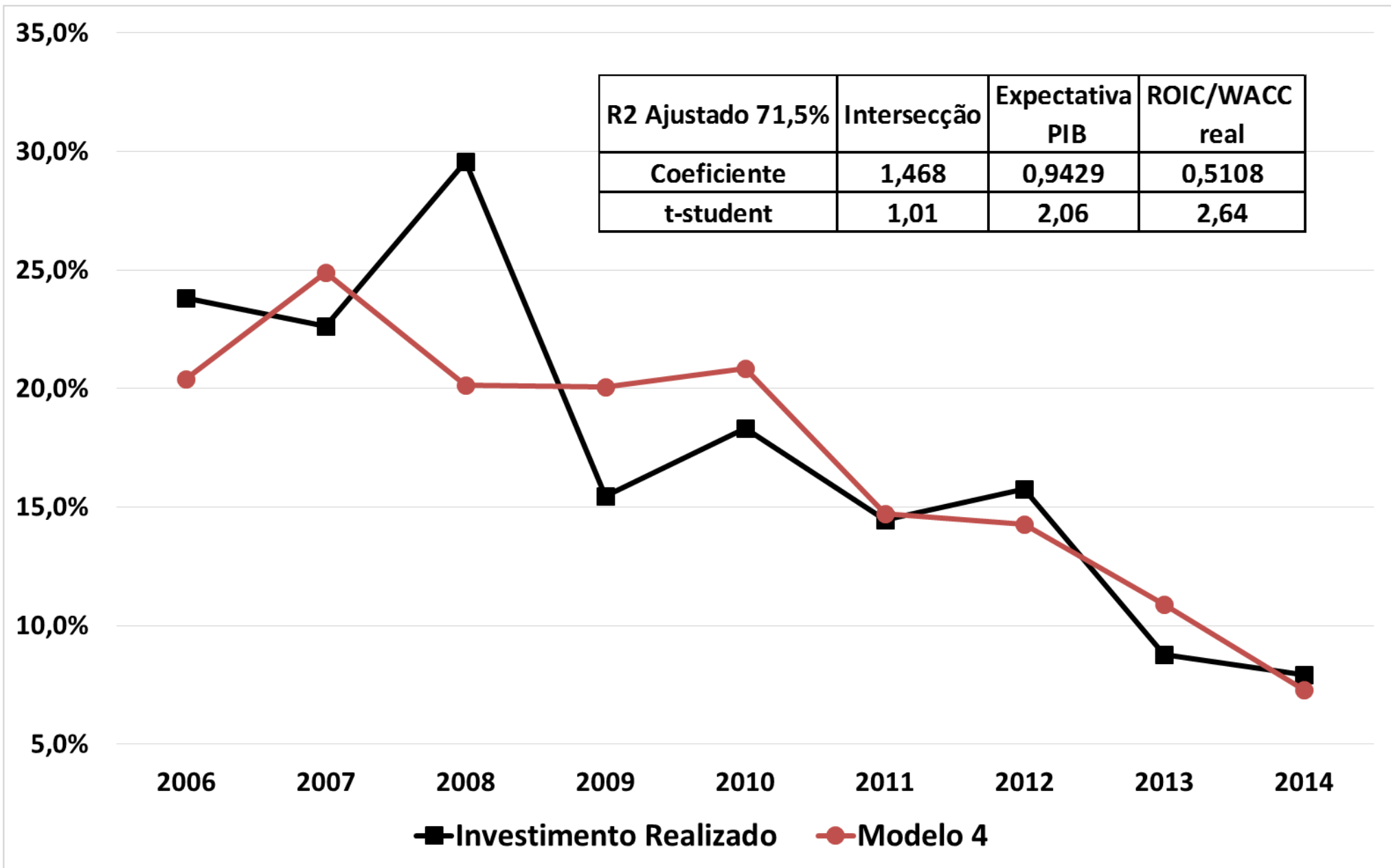


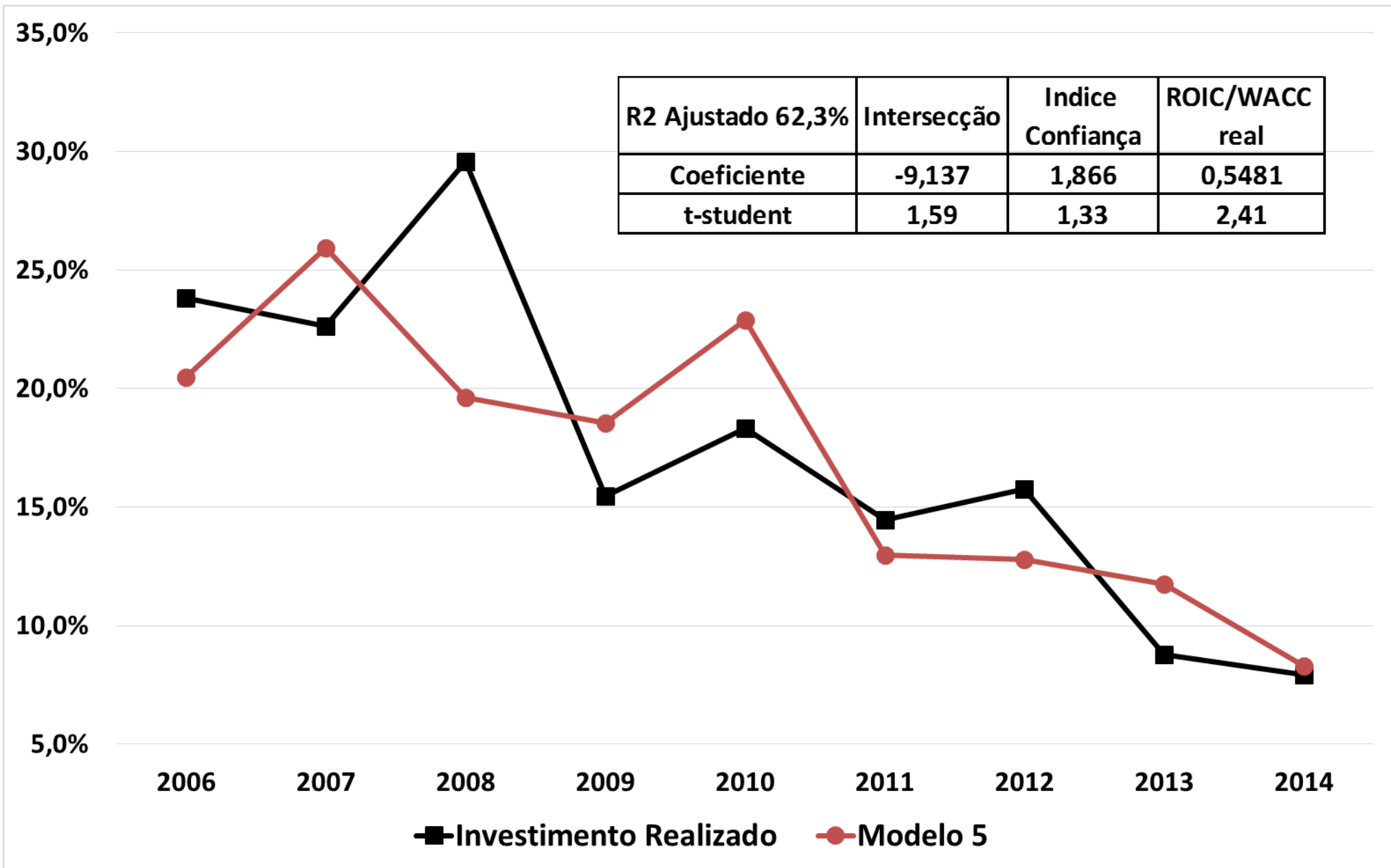


## RESUMO DE RESULTADOS (modelos Ln) (\*)

MODELO	COEFICIENTE FIXO	ROIC/ WACC Real	EXPECTATIVA CRESC. PIB	IND. CONFIANÇA	EXPLICAÇÃO (R2) AJUSTADO
01	-1,535	0,7088	---	---	0,5825
02	3,218	---	1,5418	---	0,4718
03	-16,628	---	---	3,665	0,3659
04	1,468	0,5108	0,9428	---	0,7150
05	-9,137	0,5481	---	1,866	0,6233

(\*) Não é possível incluir expectativa de crescimento do PIB e índice de confiança no mesmo modelo; a correlação ente essas duas variáveis é muito elevada, da ordem de 0,88.





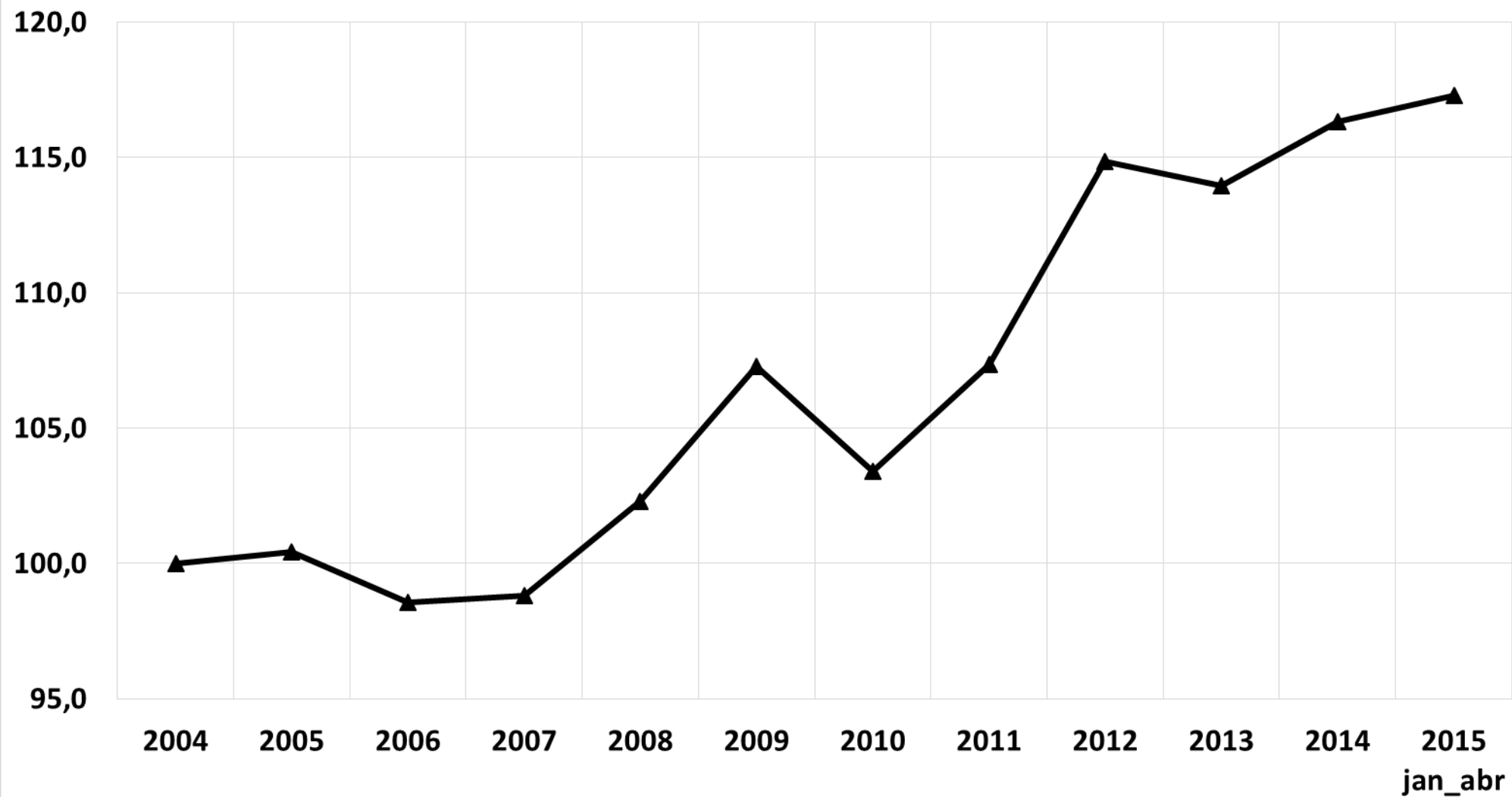
**5. Indústria de transformação: câmbio pode ajudar mas aumento de produtividade é essencial**

## **5.1 Período 2010-2014**

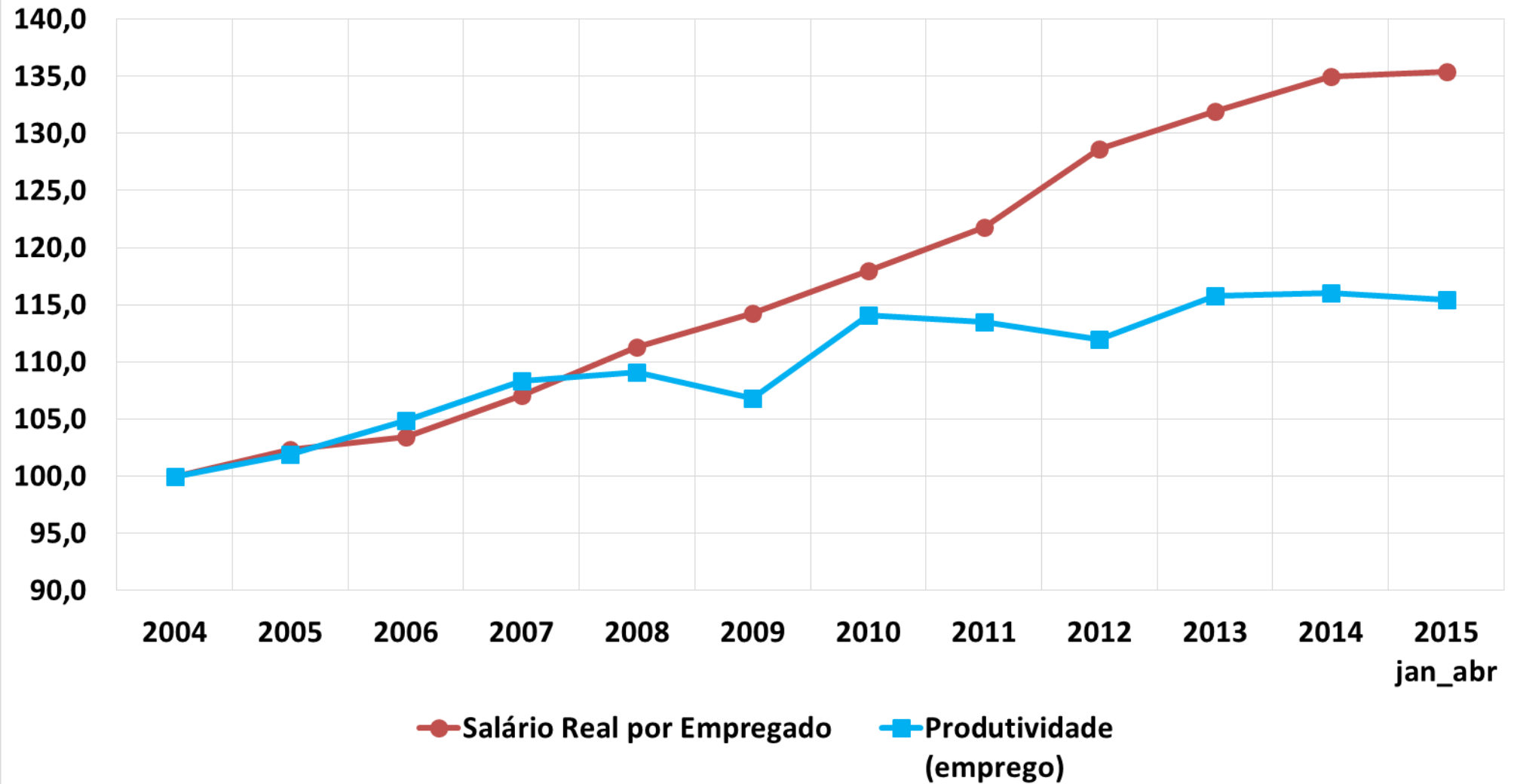


<b>INDÚSTRIA TRANSFORMAÇÃO</b>	<b>VAR POSITIVA</b>	<b>No.</b>	<b>VAR NEGATIVA</b>	<b>No.</b>	<b>VAR TOTAL</b>	<b>No.</b>	<b>% NEG</b>	<b>LL2014</b>	<b>LL2010</b>	<b>VAR PERC</b>
Ind. Veículos e peças	362	5	-3.025	18	-2.663	23	78,3%	844	3.508	<b>-75,9%</b>
Ind. Siderur. & Metalur.	1.630	21	-11.209	22	-9.580	43	51,2%	5.923	15.503	<b>-61,8%</b>
Ind. Papel e Celulose	296	5	-1.757	6	-1.461	11	54,5%	942	2.403	<b>-60,8%</b>
Ind. Minerais não Met.	554	6	-2.060	6	-1.506	12	50,0%	2.349	3.856	<b>-39,1%</b>
Ind. Eletroeletrônicos	568	12	-1.007	11	-439	23	47,8%	1.073	1.513	<b>-29,0%</b>
Ind. Máquinas Indust.	1.115	10	-1.334	8	-219	18	44,4%	1.843	2.061	<b>-10,6%</b>
Ind. Têxtil	727	13	-866	16	-139	29	55,2%	1.185	1.324	<b>-10,5%</b>
Indústrias Outras	1.286	14	-813	12	473	26	46,2%	4.261	3.788	12,5%
Ind. Química	4.500	26	-2.200	15	2.300	41	36,6%	6.626	4.326	53,2%
Ind. Alimentos e Beb.	12.275	31	-2.121	14	10.154	45	31,1%	20.765	10.611	95,7%
<b>TOTAL</b>	<b>23.312</b>	<b>143</b>	<b>-26.392</b>	<b>128</b>	<b>-3.081</b>	<b>271</b>	<b>47,2%</b>	<b>45.812</b>	<b>48.892</b>	<b>-6,3%</b>

## Custo Unitário Real do Trabalho 2004=100



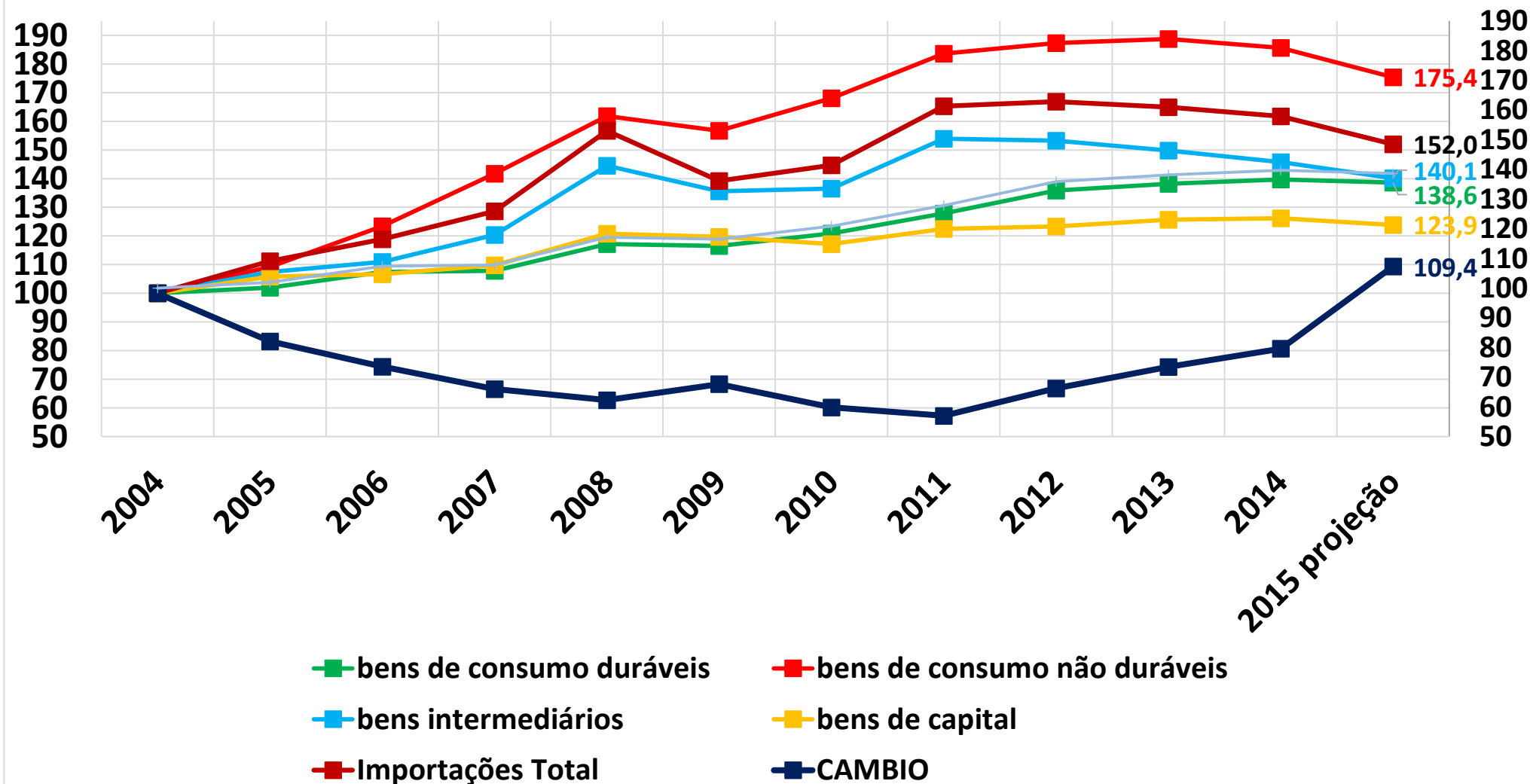
## Componentes do Custo Unitário Real do Trabalho 2004=100



SETORES CNAE 2.0	LUCRO 2010	LUCRO 2014	Var. 2014/2010	Preço Importado em Reais	Custo Unitário do Trabalho em Reais	Custo Trabalho/Preço Importado
FABRICAÇÃO DE MÁQUINAS, APARELHOS E MAT. ELÉTRICOS	1.034.112	724.166	-30,0%	133,1	142,9	107,36
FABRICAÇÃO DE CELULOSE, PAPEL E PRODUTOS DE PAPEL	2.428.390	908.552	-62,6%	135,5	142,9	105,46
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE METAL, EXCETO MÁQUINAS	2.791.476	1.445.608	-48,2%	135,8	142,9	105,20
FABRICAÇÃO DE MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS	821.193	227.695	-72,3%	136,0	142,9	105,10
METALURGIA	12.685.761	4.344.504	-65,8%	136,4	142,9	104,80
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DIVERSOS	60.121	-5.852	-109,7%	138,0	142,9	103,52
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE MINERAIS NÃO-METÁLICOS	3.855.685	2.349.267	-39,1%	139,7	142,9	102,31
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE BORRACHA E PLÁSTICO	291.877	219.452	-24,8%	140,9	142,9	101,44
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS QUÍMICOS	1.590.129	3.305.243	107,9%	144,6	142,9	98,79
FABRICAÇÃO DE VEÍCULOS AUTOMOTORES, REBOQUES E CAR.	3.304.990	718.122	-78,3%	147,0	142,9	97,23
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS TÊXTEIS	193.925	-159.914	-182,5%	149,4	142,9	95,62
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS ALIMENTÍCIOS	2.532.741	7.234.037	185,6%	150,2	142,9	95,16
FABRICAÇÃO DE BEBIDAS	8.787.419	14.816.045	68,6%	151,8	142,9	94,12
CONFECÇÃO DE ARTIGOS DO VESTUÁRIO E ACESSÓRIOS	606.691	874.430	44,1%	160,0	142,9	89,33
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DE MADEIRA	782.523	533.400	-31,8%	163,7	142,9	87,27
PREPARAÇÃO DE COUROS E FAB. DE ARTEFATOS DE COURO	528.889	628.389	18,8%	178,3	142,9	80,12
FABRICAÇÃO DE PRODUTOS DO FUMO	1.449.861	1.729.493	19,3%	207,0	142,9	69,02

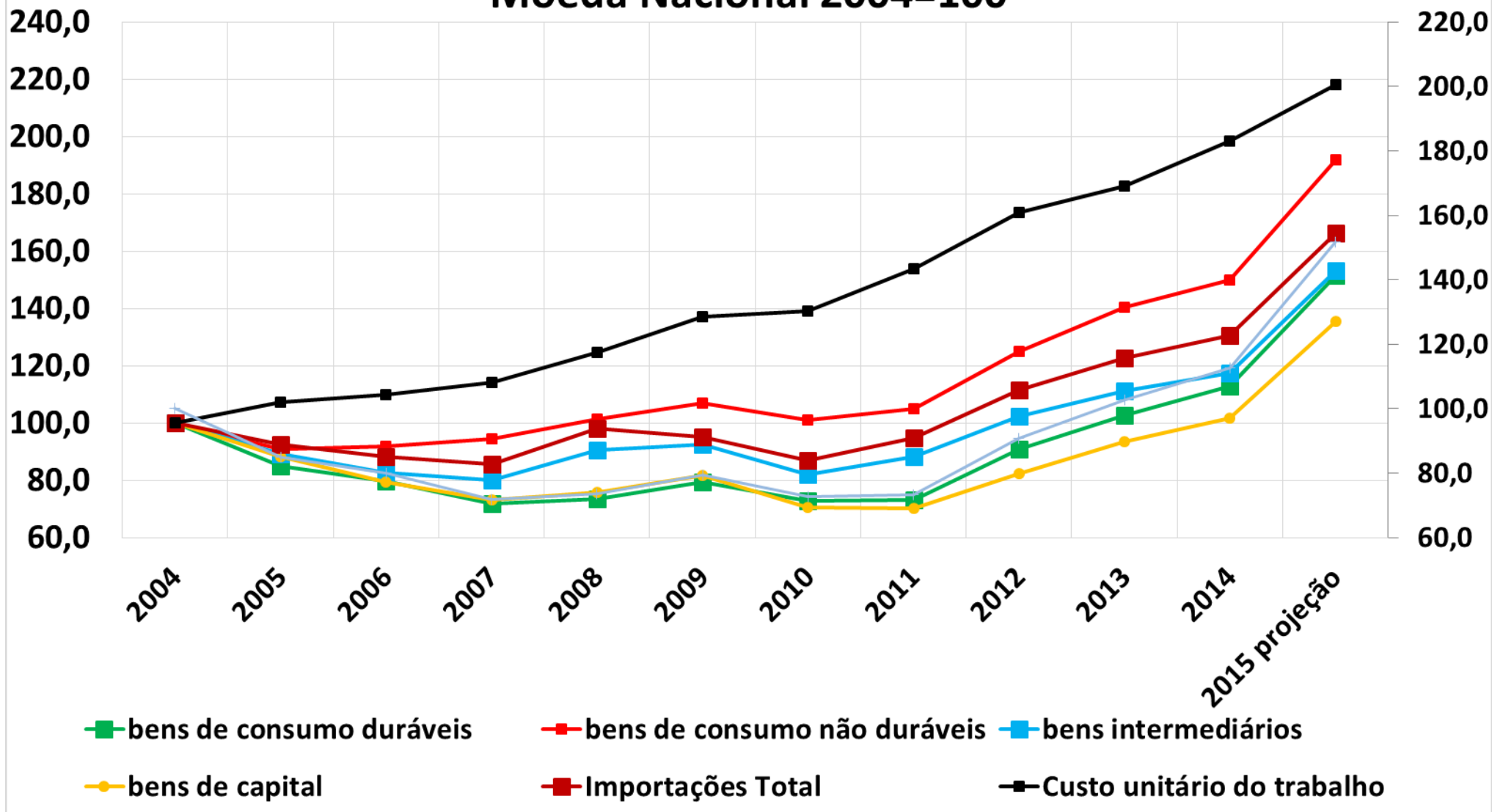
## **5.2 Algumas projeções e expectativas**

## Preço do Importado em Moeda Estrangeira e Câmbio 2004=100



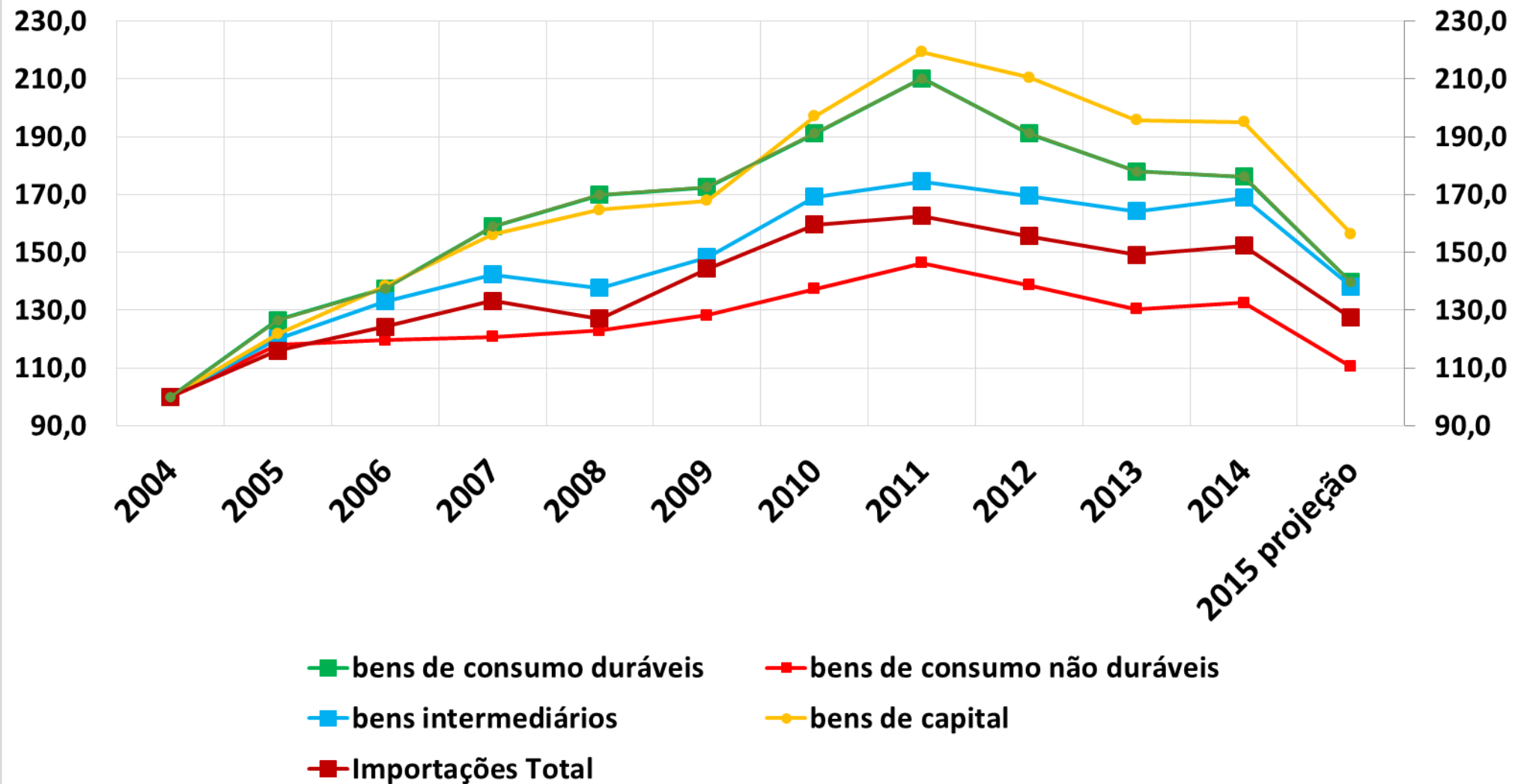
Para 2015 utilizamos um câmbio de R\$/US\$ de 3,20 e preço efetivo dos importados em US\$ de janeiro de 2015

## Preço do Importado e Custo Unitário do Trabalho em Moeda Nacional 2004=100



Para 2015 utilizamos um câmbio de R\$/US\$ de 3,20 e preço efetivo dos importados em US\$ de janeiro de 2015; para Custo Unit. Trabalho: CUT de abril de 2015 com inflação de 9% em 2015

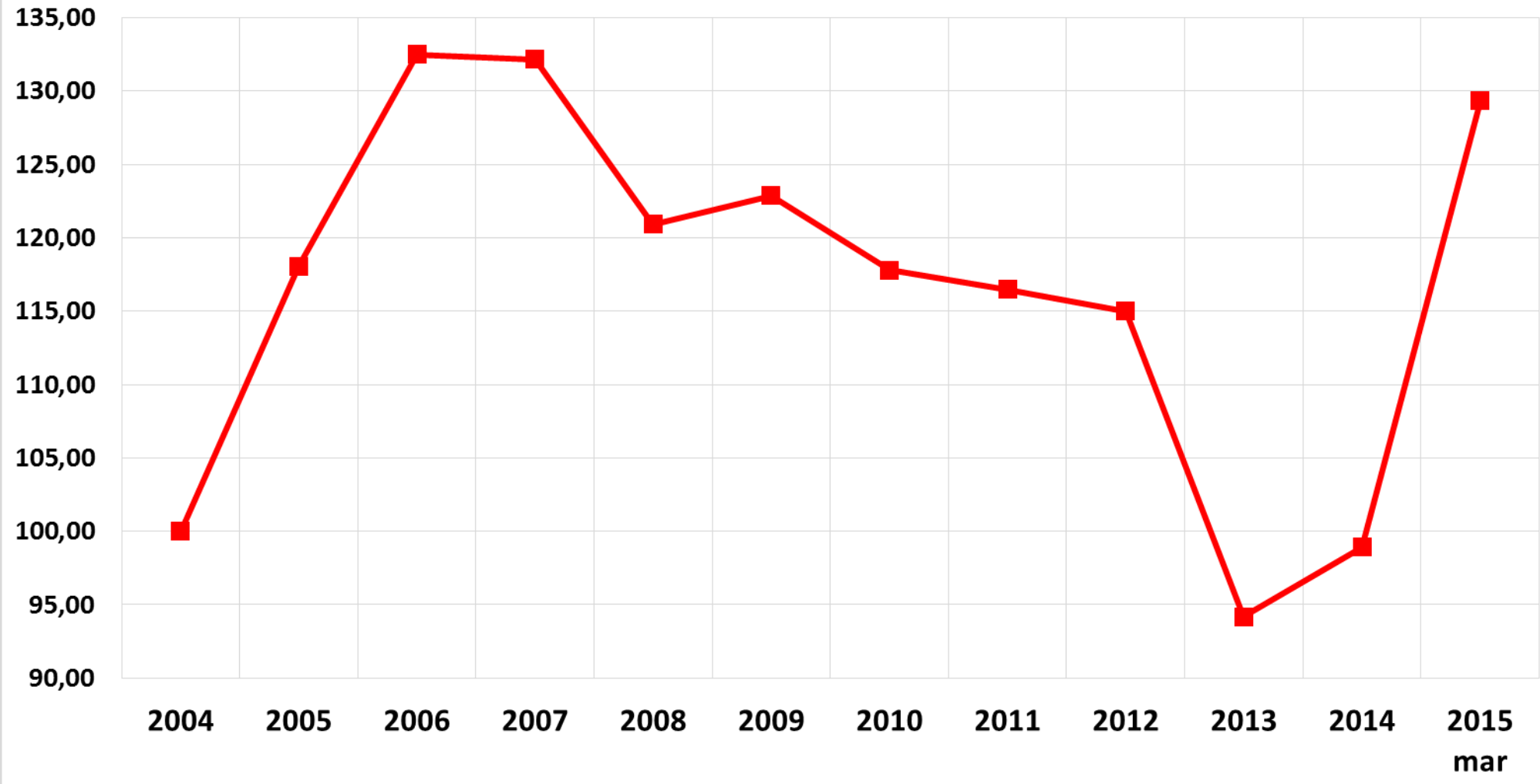
## Custo Unitário do Trabalho (em Reais) / Preço do Importado (em Reais) 2010=100





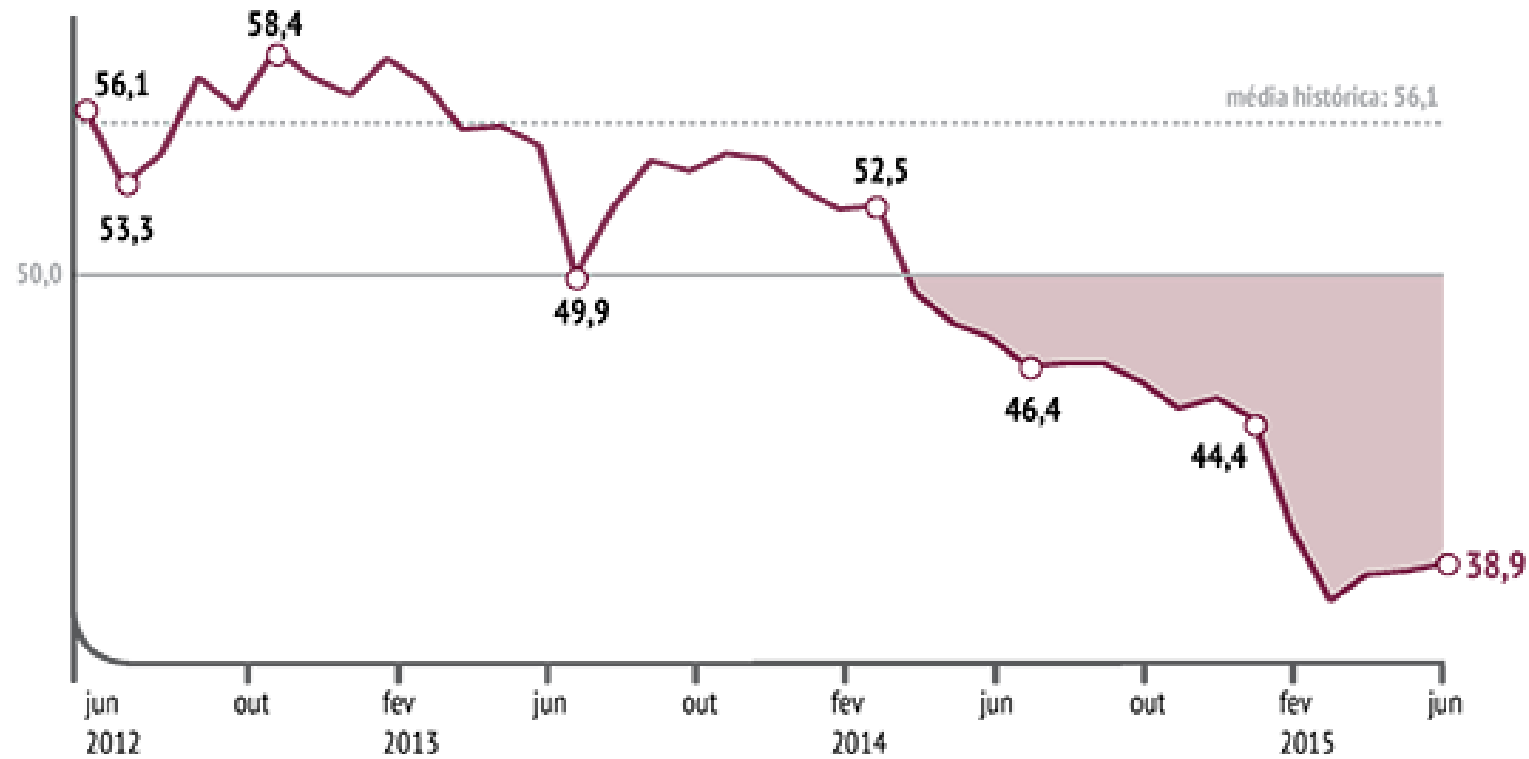
# Custo Médio Real da Energia Elétrica para a Indústria Brasileira 2004=100

Fonte: ANEEL até 2014 e FIRJAN mar 2015 Elaboração: CEMEC



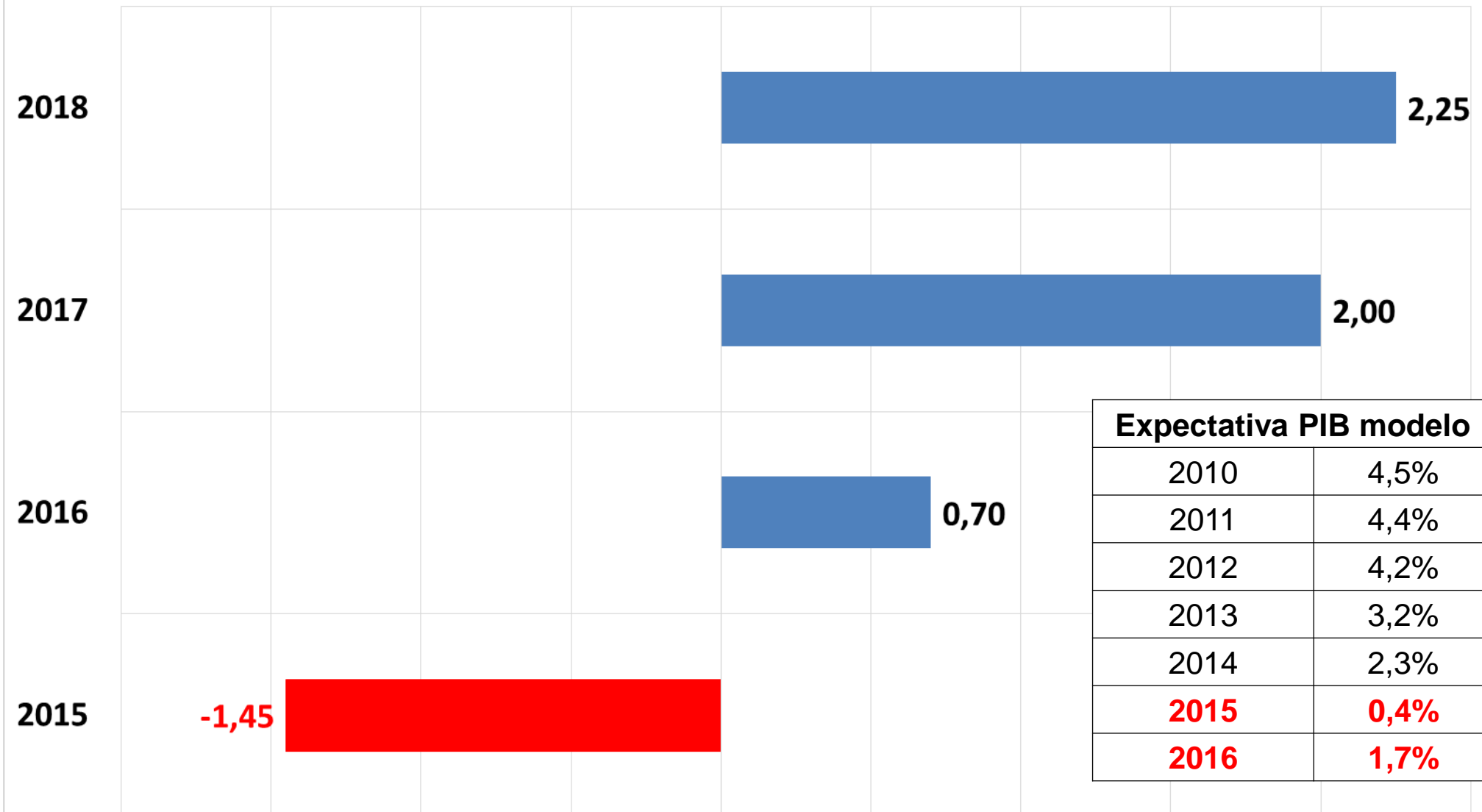
# INDICE DE CONFIANÇA fonte: CNI

## Série histórica

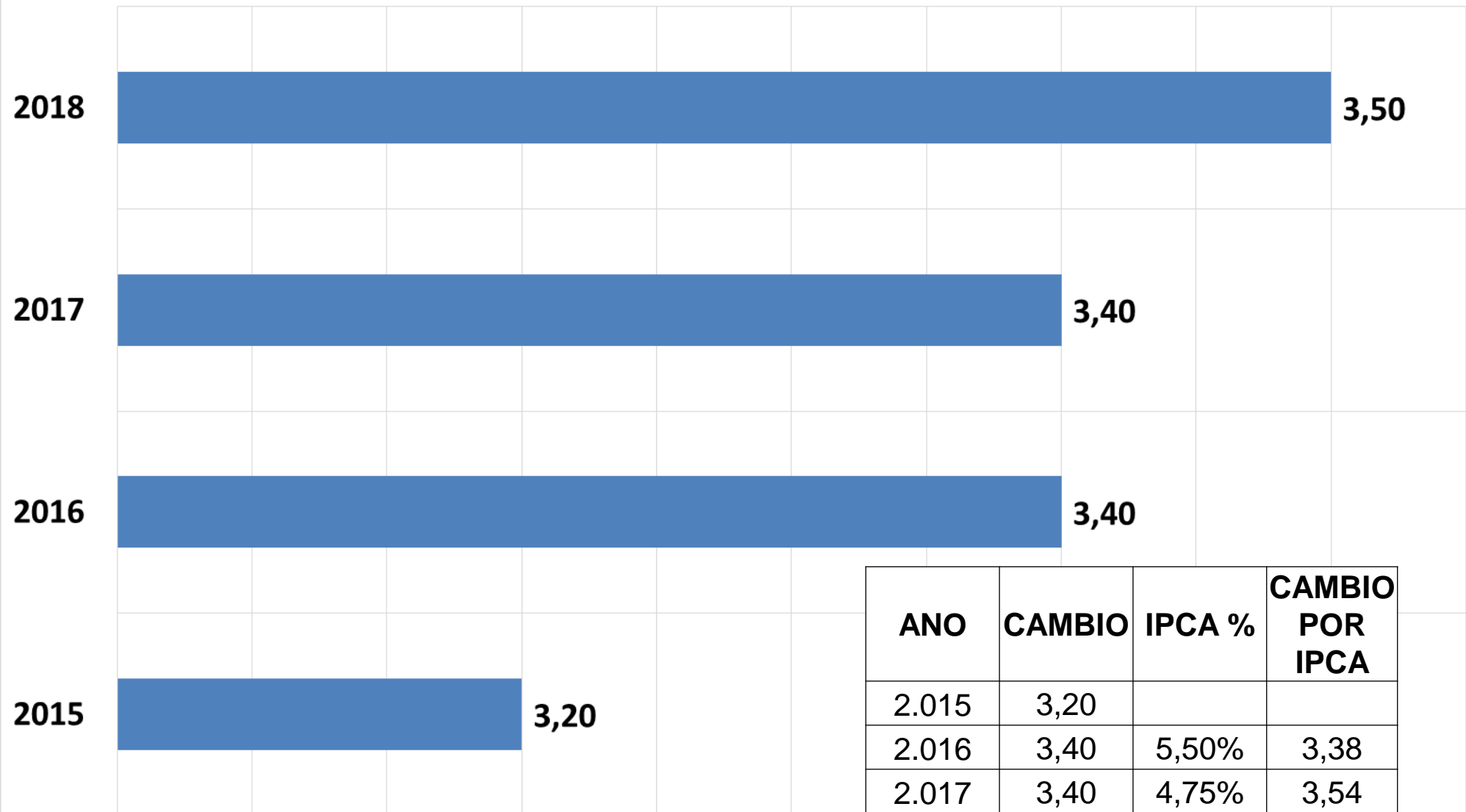


O ICEI varia no intervalo 0 a 100. Valores acima de 50 indicam empresários confiantes.

## Expectativa FOCUS (19/06/2015) - PIB

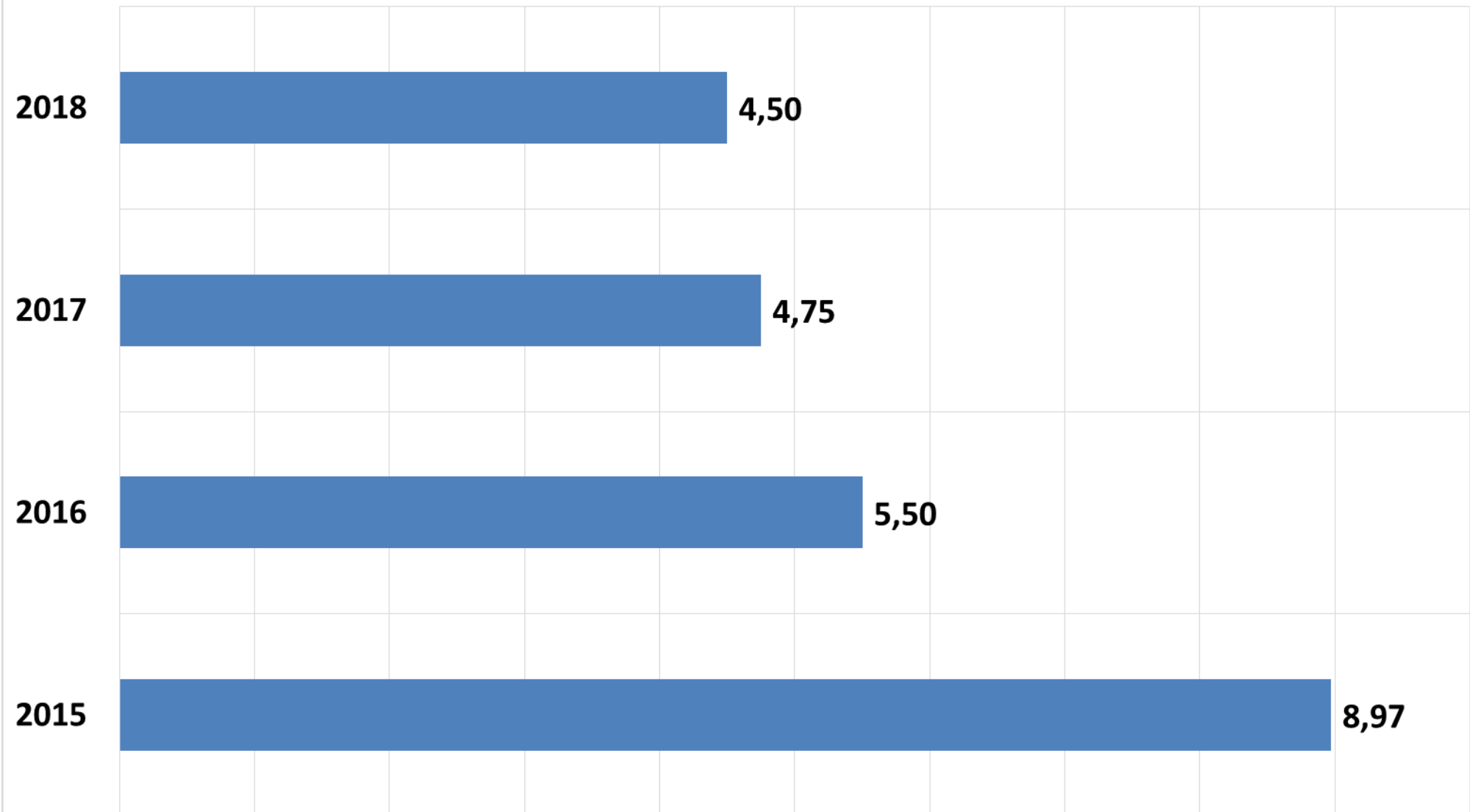


## Expectativa FOCUS (19/06/2015) - CÂMBIO

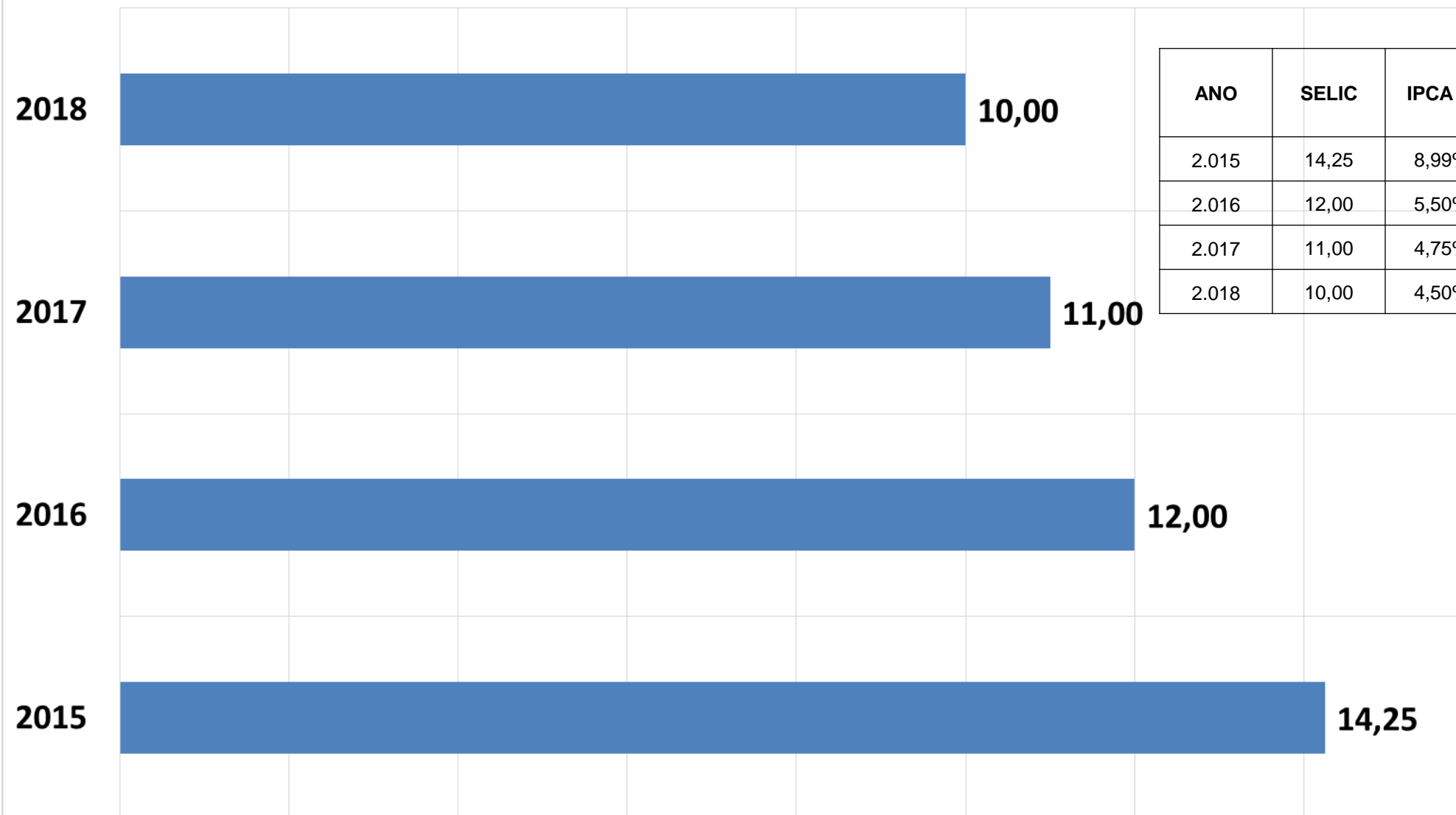


ANO	CAMBIO	IPCA %	CAMBIO POR IPCA
2.015	3,20		
2.016	3,40	5,50%	3,38
2.017	3,40	4,75%	3,54
2.018	3,50	4,50%	3,70

## Expectativa FOCUS (19/06/2015) - IPCA



## Expectativa FOCUS (19/06/2015) - SELIC



ANO	SELIC	IPCA %	SELIC REAL
2.015	14,25	8,99%	4,8%
2.016	12,00	5,50%	6,2%
2.017	11,00	4,75%	6,0%
2.018	10,00	4,50%	5,3%

## **6. Investimentos em infraestrutura e o novo pacote de concessões**

## PROGRAMA DE INVESTIMENTOS EM LOGÍSTICA (PIL) 12/06/2015

<b>Inv. Total</b>	<b>69,2 bi</b>	<b>Até 2018</b>
<b>Inv. por ano</b>	<b>23,1 bi</b>	<b>Até 2018</b>
<b>Debentures (25%)</b>	<b>5,8 bi</b>	<b>Por ano</b>

<b>AEROPORTOS</b>	<b>8,5</b>
<b>PORTOS</b>	<b>37,4</b>
<b>RODOVIAS</b>	<b>66,1</b>
<b>FERROVIAS</b>	<b>86,4</b>
<b>TOTAL</b>	<b>198,4</b>



# **Desafio: Novo modelo de financiamento de infraestrutura**

**Compatibilizar modicidade tarifaria com retorno de mercado**

- a. Induzir forte concorrência nos leilões;**
- b. Mitigar riscos para reduzir taxa de retorno e prêmios de risco requeridos por investidores: tarifas menores; mitigação de riscos para viabilizar modelo de project finance :
  - i. projetos de alta qualidade, seguros garantia**
  - ii. marcos regulatórios funcionais;**
  - iii. segurança jurídica e regulatória: agencias reguladoras****

**3. Financiamento dos investimentos: otimizar sinergia de BNDES, bancos privados, cias. de seguros e instrumentos do mercado de capitais**

# **Investimentos em infraestrutura no mundo: Caminho para retomada do crescimento**

**Banco Mundial: Outubro/ 2014**

**Global Infrastructure Facility – acordos com fundos de investimento e bancos multilaterais**

**Private Participation in Infrastructure (PPI)**

**Project Data Base - 5.000 projetos, 137 países, 25 anos**

**G20: 16/11/2014:**

**Iniciativa de Infraestrutura Global (GI): investimentos do setor privado fator de recuperação da economia mundial; Centro de Infraestrutura Global (Australia);**

**Investimentos 2015/2030: US\$ 70 trilhões 4,0% a 4,5% PIB**

# **Mercado de capitais no financiamento de infraestrutura**

## **Experiência com debêntures incentivadas é positiva**

- 1. Apenas 34 emissões até dez 2014;**
- 2. Volume colocado é pequeno: cerca de R\$ 10 bilhões;**
- 3. Prazos de amortização de até 17 anos; 9,4 anos de duration (\*)**
- 4. Liquidez > que debêntures tradicionais (0,68 x 0,20) = média Bovespa**
- 5. Prêmio de risco s/ NTN-B (s/IR) 138 b.p. e 218 b.p. (c/IR)**
- 6. Demanda book building: 2,5 vezes**
- 7. Pessoa física, family offices – principais investidores**
- 8. Concessionários de infraestrutura: debêntures comuns são fontes tradicionais de financiamento**

**(\*) Fonte: Secretaria de Acompanhamento Econômico – Ministério da Fazenda**

# Financiamento de infraestrutura a preços de mercado

## Simulação de viabilidade: custo de capital e taxa de retorno

Componente do custo de capital	Média	Intervalo
1.Custo de capital próprio: Taxa real média de retorno requerida pelos investidores de empresas de concessão em operação (a)	12,7%%a.a. (b)	11,0%a.a. 16,0%aa. (b)
2.Custo de dívida		
NTN-F 10 anos = 12,7%a.a. (c)		
Taxa de juros da debenture: premio de risco 200b.p.	14,7%a.a.	14,7%a.a.
Taxa nominal líquida de Imposto de Renda 0,66x14,7%=9,7%aa Taxa real (d) 3,3% + 0,1% custo de colocação = 3,4%a.a	3,4%a.a	3,4%a.a
3.Custo médio ponderado do capital : dívida 0,7 WACC = 12,7% (0,3) + 3,4% (0,7)	6,2%a.a.	5,7% a.a. 7,2%a.a.
4.Taxa média real de retorno (ROIC) de empresas não financeiras 2005/2013 (CEMEC)	7,2%a.a.	-----

a) As taxas de retorno requeridas no caso de projetos novos em fase de construção devem ser mais elevadas para cobrir maior exposição a risco.

b) Fonte: CEMEC 03/2015

c) NTN-F: Taxa Tesouro direto 22/06/2015

d) Inflação implícita de 6,1%%,: NTN-B principal venc. 08/2024: IPCA + 6,2% a.a. NTN-F venc. 01/2025 - 12,7% a.a.

# Redução do custo de capital : melhor qualidade regulatória reduz taxa de retorno requerida

Variáveis controladas: juros dívida soberana, crescimento PIB

<b>Amostra 12 setores; 62 países; 35 emergentes; 2009/2011</b>	<b>Qualidade regulatória Banco Mundial</b>	<b>Relação Preço/Lucro A. Damodaran</b>	<b>Taxa de retorno real do acionista implícita no P/L</b>
<b>Brasil</b>	<b>0,15</b>	<b>15,48</b>	<b>6,46%</b>
<b>Média emergentes</b>	<b>0,33</b>	<b>19,51</b>	<b>5,12%</b>
<b>Variação</b>	<b>+0,18</b>	<b>+ 4,03</b>	<b>-1,34%</b>

Fonte: (2014) – Carrasco, V. ; Joaquim, G. e Pinho de Mello, J.M. - Risco regulatório no Brasil: teoria e mensuração – em Pinheiro, A.C., Frischtak – Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes – FGV – Editora IBRE.

# Efeito multiplicador de um aumento da tarifa no Retorno dos Acionistas (ROE) - Exemplo

Leverage = $KT/KP = 70/30 = 2,33$	Momento 0	Momento 1
Capital Próprio (KP)	30	30
Capital de terceiros – dívida (KT)	70	70
<b>ROL</b>	<b>100</b>	<b>110</b>
<b>Aumento da Tarifa</b>		<b>10,0%</b>
LB %	20%	20%
LB R\$	20,00	22,00
Desp Operacionais e Outras (50% fixo e 50% variável)	15,00	15,75
EBI	5,00	6,25
<b>ROIC</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,25%</b>
<b>Aumento do Retorno do Capital Investido (ROIC)</b>		<b>+25,0%</b>
Custo de Capital de Terceiros ex IR (Ki)	3,60%	3,60%
ROE=	ROIC	+ (ROIC - Ki) * KT/KP
	EBI/(KT+KP)	+ Spread * estrutura capital
<b>ROE</b>	<b>8,26%</b>	<b>12,43%</b>
<b>Aumento do Retorno do Acionista (ROE)</b>	<b>==&gt;</b>	<b>+50,4%</b>

## **7. Conclusões**

# Conclusões

- 1. Ajuste fiscal e estabilização da carga da dívida sem crescimento é difícil; importante antecipar condições favoráveis à retomada do investimento e do crescimento;**
- 2. 2010/2014 :**
  - 1. Queda de taxas de retorno abaixo do custo de capital e da geração de recursos para financiar investimentos**
  - 2. Queda de margens: empresas não conseguem repassar a totalidade dos aumentos de custos**
  - 3. Fatores: políticas públicas; valorização cambial e elevação do custo unitário do trabalho**



## **Conclusões**

### **3. Fatores de queda do investimento :**

- a. Modelo que melhor explica: combina redução da rentabilidade, deterioração das expectativas de crescimento do PIB ou dos índices de confiança;**
- b. Isoladamente a queda de rentabilidade tem peso ainda maior que as outras duas variáveis.**

### **4. Correção de preços relativos e cambio é importante**

- a. Na recomposição de margens e taxa de retorno das empresas não financeiras;**
- b. Aumento de exportações, substituição de importações**

# **Retomada de investimentos e do crescimento deve ser lenta**

## **1. Ajuste fiscal**

- a. Ajuste não impede crescimento da relação dívida/PIB**
- b. Custo de capital: expectativas FOCUS sugerem taxas reais de juros elevadas nos próximos anos; juros EUA**

## **2. Correção de preços relativos e câmbio**

- a) Ajustes de preços administrados ajudam na recomposição de margens e rentabilidade dos setores envolvidos**
- b) Câmbio e setor industrial (comercializáveis)**
  - i. Desvalorização cambial ainda insuficiente : corrige parte da defasagem custo unitário do trabalho versus preços de importados;**
  - ii. Elevação do custo de energia: setores eletro intensivos**
  - iii. Cenário expectativa FOCUS: variação do câmbio < IPCA**

# **Ações da política econômica: retomada de investimentos deve ser lenta**

## **3. Pacote de concessões de infraestrutura**

**a. impacto de curto prazo é pequeno**

**b. novo modelo de financiamento requer mitigação de riscos:**

**- risco de construção: qualidade dos projetos**

**- riscos regulatórios: avanços institucionais**

**4. Crescimento sustentável de longo prazo requer ajuste estrutural de contas públicas, redução de custo de capital, educação, inserção na cadeia de oferta mundial e demais condições para o aumento da produtividade.**

**OBRIGADO**

**Centro de Estudos do IBMEC**

**CEMEC**

**(11) 2184 5728**

**crocca@uol.com.br**

**(11) 98255-2423**

## **ANEXO 01 NOTA METODOLÓGICA – POUPANÇA NACIONAL BRUTA**

Em 27/03/2015 foram divulgadas as novas Contas Nacionais Trimestrais (IBGE), com nova metodologia (2010) que alteraram significativamente os dados dos investimentos e do PIB.

Entretanto, os dados de poupança nacional bruta e capacidade / necessidade líquida de financiamento só foram divulgados a partir do primeiro trimestre de 2010.

Para estimar a poupança bruta anterior a 2010 adotou-se a metodologia de estimar a “renda nacional disponível bruta” pela relação média entre esta variável e o PIB no período 2010 a 2014, e imputar essa relação média ao PIB divulgado de 1996 a 2009.

Em seguida estima-se a Poupança Nacional Bruta pela diferença entre a renda nacional bruta estimada e o consumo total divulgado pelo IBGE nesse período, 1996 a 2009.

## ANEXO 02 - NOTA METODOLÓGICA – COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA BRUTA

**Poupança Bruta Doméstica Total** - De 2010 a 2014 Contas Nacionais IBGE; 2005 a 2009 nota metodológica – poupança nacional bruta.

**Poupança Administração Pública** - De 2000 a 2009 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas. Os anos de 2010 a 2014 foram projetados pela regressão entre a var. “proxi” (FBCF das adm. Públicas menos as Necessidades de Financiamento do Governo Central e Estados e Municípios no conceito nominal) e a poupança das Adm. Públicas das Contas Econômicas Integradas no período 2000 a 2009:

<b>R2 = 65,7%</b>	<b>Coefficientes</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Stat t</b>
Interseção	-0,016903	0,004532044	-3,7297
Var Proxi	0,481714	0,151472358	3,1802

**Poupança Empresas Não Financeiras** – por resíduo, veja-se Anexo 2 em Rocca, Carlos A., Santos Jr, Lauro M. – Redução da taxa de poupança e o financiamento dos investimentos no Brasil - 2010-2013; novembro, 2013.

## **ANEXO 03 – BALANÇOS CONSOLIDADOS - AMOSTRA DE EMPRESAS**

### **1. Período: 2005 – 2014**

### **2. Empresas não financeiras:**

#### **a. Companhias abertas - 320 empresas (\*)**

Fonte : Economatica e ValorPro

Painel fixo: Empresas com resultados publicados em todos os anos do período 2010 a 2014

#### **b. Maiores empresas fechadas - 421 empresas**

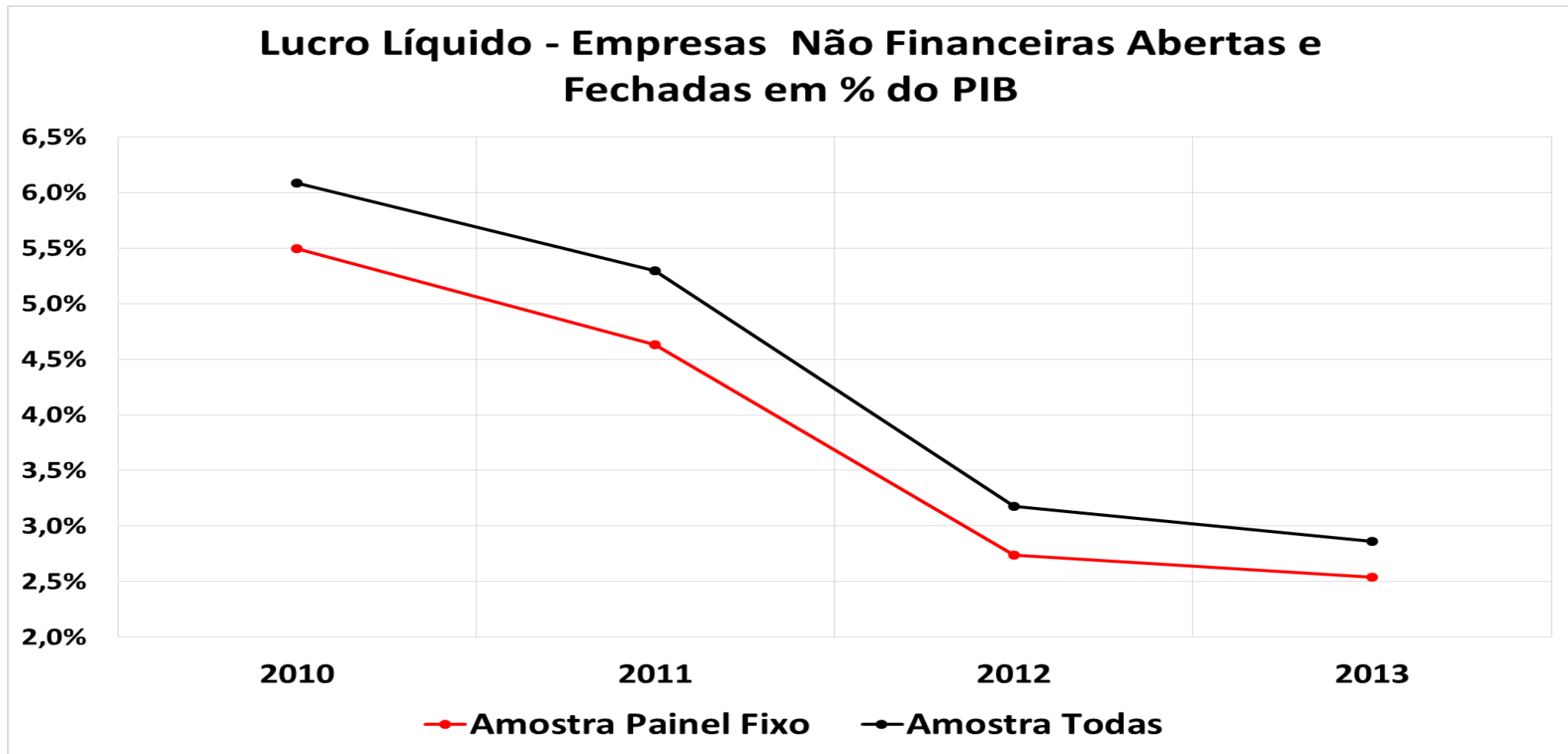
Fonte: Cadastro das Maiores e Melhores da Revista Exame e ValorPro

Painel fixo: Empresas com dados de balanço para todos os anos do período de 2010 a 2013. O ano de 2014 foi estimado com base em 307 empresas fechadas (ValorPro).

**3. Representatividade da amostra:** em 2013, o valor adicionado das empresas da amostra representa 25,3% da estimativa feita pelo CEMEC do valor adicionado das empresas não financeiras no conceito das contas nacionais; note-se entretanto que amostra é constituída de 741 empresas grandes cujo desempenho pode divergir da grande massa de empresas brasileiras.

(\*) Excluídas as empresas do Grupo X

# ANEXO 04: COMPARAÇÃO LUCRO LÍQUIDO PAINEL FIXO X TODAS AS EMPRESAS





**FIM**

**CEMEC**

**(11) 2184 5728**

**crocca@uol.com.br**

**(11) 98255-2423**