

CEMEC
Centro de Estudos do IBMEC



ESTUDO ESPECIAL

**REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O
FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS NO
BRASIL -
2010-2013**

Carlos A. Rocca

Lauro Modesto Santos Jr.

Novembro de 2014

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

1. RESUMO E CONCLUSÕES	4
2. Queda da poupança das empresas reduz poupança e investimento da economia brasileira.....	7
2.1 Recente queda da taxa doméstica de poupança é o principal fator de elevação do déficit em contas correntes (poupança externa).....	7
2.2 Redução da taxa doméstica de poupança resulta da queda da poupança das empresas.....	8
2.3 Padrão de financiamento dos investimentos privados mostra redução de recursos próprios e aumento da participação de dívida	13
3 Companhias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras: redução da poupança resulta da queda do lucro líquido	15
3.1 Balanços de empresas não financeiras mostram queda de lucros retidos.....	15
3.2 Aumenta participação de dívida no financiamento de investimentos	20
3.3 Amostra sem Petrobras, Eletrobras e Vale não altera resultados.....	22
3.4 Análise setorial.....	23
4 Queda de margens é o principal componente da redução de rentabilidade das empresas não financeiras	30
4.1 Rentabilidade do capital próprio tem queda acentuada após 2010	31
4.2 Queda da rentabilidade do capital investido é o principal fator de queda da taxa de retorno do capital próprio.....	32
4.3 Queda da rentabilidade do ativo total reflete basicamente redução de margens: aumento de custos não tem sido repassados aos preços.....	35
5 Alguns fatores da queda de margens: produtividade, salários e câmbio.....	42
6 Queda de rentabilidade e de geração de recursos próprios reduzem investimentos e aumentam proporção de dívida no seu financiamento.....	49
6.1 Redução da geração de recursos próprios: retenção de lucros	49
6.2 Em 2012/2013 a taxa de retorno do capital investido cai abaixo do custo financeiro da dívida.....	50
6.3 Empresas reduzem investimentos e aumentam endividamento	53
6.4 Impacto da queda de resultados sobre os investimentos	55
7 Conclusões.....	59
ANEXO 1 – Estimativas da Poupança e FBCF das Adm. Públicas e do Setor Privado	61
ANEXO 2 – Estimativas da Poupança e FBCF das Empresas não financeiras no período 2010 a 2013.....	63
ANEXO 03 - Impacto da adoção do IFRS sobre os resultados e conclusões do trabalho.	66
ANEXO 04 - Resultados da Análise da Amostra sem PETROBRAS, ELETROBRAS E VALE.....	68

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

crocca@uol.com.br

*As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do CEMEC - Centro de Estudos do Instituto IBMEC ou de qualquer de seus apoiadores. As análises e resultados deste relatório utilizaram bases de dados que incluem informações preliminares das fontes citadas, sujeitas portanto a eventuais revisões. O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para a tomada de decisões de compra ou de venda de qualquer ativo financeiro ou não financeiro ou qualquer outra ação ou atividade que possa causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários deste relatório.

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

*** A publicação foi produzida com as informações existentes em Setembro de 2014.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

1. RESUMO E CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho é identificar a origem da forte queda da taxa de poupança doméstica ocorrida nos últimos anos e fazer uma avaliação preliminar de suas implicações sobre o investimento e o crescimento da economia brasileira. Várias estimativas e indicadores mostram que a maior parcela dessa redução resulta da queda da poupança das empresas não financeiras. Essas estimativas indicam uma pequena redução da poupança das famílias, enquanto a poupança do setor público teria se mantido negativa, com variação muito pequena¹. A consolidação de balanços de uma amostra constituída das companhias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras mostra que a redução de margens e especialmente da taxa de lucro bruto é o principal componente da queda de lucro líquido e de lucros retidos. Esses dados mostram que essas empresas não têm repassado integralmente os aumentos de custos para seus preços de venda. No setor industrial, desde 2005 a elevação do custo unitário do trabalho tem superado o aumento do preço dos produtos importados em moeda nacional, podendo ser um dos fatores explicativos desse processo. Ao lado de outras variáveis, a queda da geração de recursos próprios acompanhada da ocorrência de taxas de retorno do capital investido inferiores ao custo médio da dívida estão provavelmente entre os principais fatores que explicam a redução do investimento e a tendência à estagnação da economia brasileira.

As principais conclusões deste trabalho podem ser resumidas em alguns pontos:

- a) Com base nas estimativas feitas pelo CEMEC para o período posterior a 2010, a queda da taxa de poupança doméstica para o nível mais baixo dos últimos quinze anos nos 12 meses terminados em março de 2014 se deve essencialmente à redução da poupança das empresas; dados da consolidação de balanços de amostra de empresas não financeiras constituída das companhias abertas e das maiores empresas fechadas não financeiras mostra acentuada queda de lucros retidos em função da redução do lucro líquido;

¹ Essas estimativas tem por base dados oficiais do Banco Central. Entretanto, várias consultorias e analistas tem gerado números de superávit primário inferiores aos anunciados, que se fossem considerados neste trabalho indicariam uma piora da poupança do setor público a partir de 2010 e, por diferença, uma redução menor na estimativa da poupança do setor privado. Mesmo nessa hipótese, os dados de balanços consolidados das companhias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras sugerem que a redução de lucros retidos é a principal componente da redução da poupança nacional bruta da ordem de 4 pontos percentuais entre 2010 e primeiro trimestre de 2014.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

- b) Esse resultado não se altera substancialmente quando se excluem da base de dados Petrobras, Eletrobras e Vale; análise setorial mostra que os únicos setores com aumento de lucro entre 2010 e 2013 são a agropecuária e o comércio; quando foram ordenados os subsetores em ordem crescente de resultados, verificou-se que entre os que mais perderam há uma preponderância daqueles prejudicados por políticas públicas (ex. açúcar e etanol, serviços de eletricidade) e da indústria de transformação; entre os que tiveram aumento de lucro predominam a agropecuária, comércio e serviços.
- c) Constatou-se forte queda da taxa de retorno do capital próprio (ROE) no agregado da amostra entre 2010 e 2013, cujo principal componente foi a redução das margens gerada pela queda do coeficiente lucro bruto, dando continuidade a tendências já observadas desde 2005; assim, o principal fator de redução de lucros e da rentabilidade das empresas é a ocorrência de um crescimento de custos de produção de bens e serviços que empresas não conseguem repassar aos preços.
- d) Pelo menos na indústria, existem indicações de que um dos fatores de redução de margens é a elevação do custo unitário do trabalho, refletindo a elevação de salários reais acima do aumento da produtividade. A dificuldade de repasse desses aumentos do custo para os preços de venda fica evidenciada quando se leva em conta a limitação introduzida pelo comportamento dos preços dos produtos importados concorrentes dos produtos nacionais. De fato, verifica-se que no período de 2004 a 2013, o custo unitário do trabalho cresce mais que o índice de preço dos produtos industriais importados e especialmente entre 2010 e 2014. Embora seus preços em moeda estrangeira tenham aumentado durante todo esse período, os preços em reais tiveram crescimento inferior ao do custo unitário do trabalho em função da redução da taxa de câmbio. Trata-se da valorização da taxa real de câmbio, que resulta da queda de preços relativos dos bens comercializáveis em relação aos não comercializáveis.
- e) No conjunto das empresas da amostra exclusive Petrobras, Eletrobras e Vale, após a queda observada nos últimos dois anos, a taxa média de retorno do capital investido (ROIC) é inferior ao custo médio da dívida, o que se aplica também a cerca de 50% dessas empresas.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

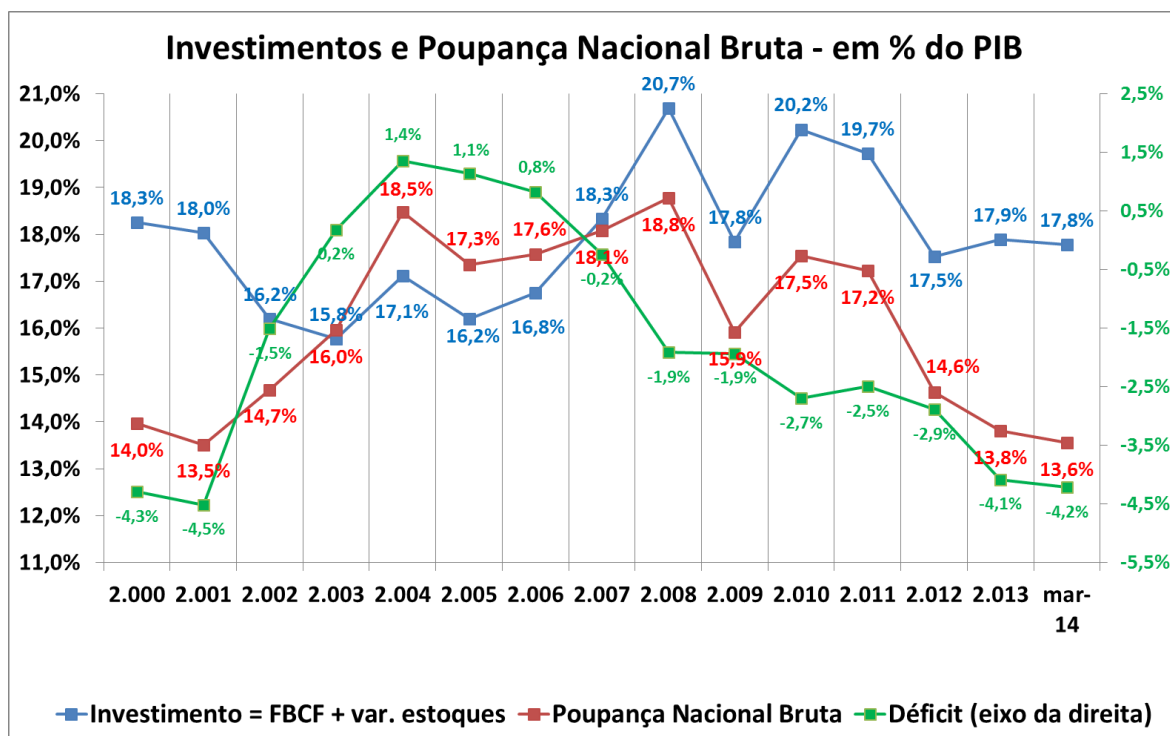
- f) Existem razões para acreditar que a forte redução da geração de recursos próprios e da rentabilidade do capital investido das maiores empresas não financeiras estejam entre os principais fatores para explicar a queda de seus investimentos e a tendência à estagnação observadas na economia brasileira nos últimos anos. Os dados mostram correlação negativa entre variação de lucro líquido e comportamento dos investimentos. Verifica-se que entre 2010 e 2013 caiu de 60% para 51% a porcentagem de empresas com taxa de retorno sobre o capital investido superior ao custo médio da dívida. Essa porcentagem seria ainda menor se fosse considerado o custo médio ponderado do capital, que inclui também o custo do capital próprio.
- g) Trata-se de elementos importantes para entender as razões da queda de investimentos e o baixo crescimento da economia brasileira nos últimos anos e para identificar ações que permitam reverter esse quadro e criar condições para a retomada da economia brasileira. .

2. Queda da poupança das empresas reduz poupança e investimento da economia brasileira

2.1 Recente queda da taxa doméstica de poupança é o principal fator de elevação do déficit em contas correntes (poupança externa)

No Gráfico 01 é apresentada a evolução da taxa de investimento (inclusive variação de estoques), da taxa interna de poupança e do déficit em contas correntes, todos apresentados como percentual do PIB.

GRÁFICO 01



Fonte: Contas Nacionais IBGE Elaboração: CEMEC

Verifica-se que a taxa de investimentos reduziu-se em 2,4 p.p. de 20,2% do PIB em 2010 para 17,8% nos 4 trimestres terminados em março de 2014. É evidente que o aumento da poupança externa de 2,7% para 4,2%² do PIB no mesmo período reflete basicamente a

² No conceito de contas nacionais o déficit em contas correntes em relação ao PIB (-4,2%) é maior que o calculado no conceito de balanço de pagamentos calculado pelo BACEN para o mesmo período, que é de -3,6% do PIB.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

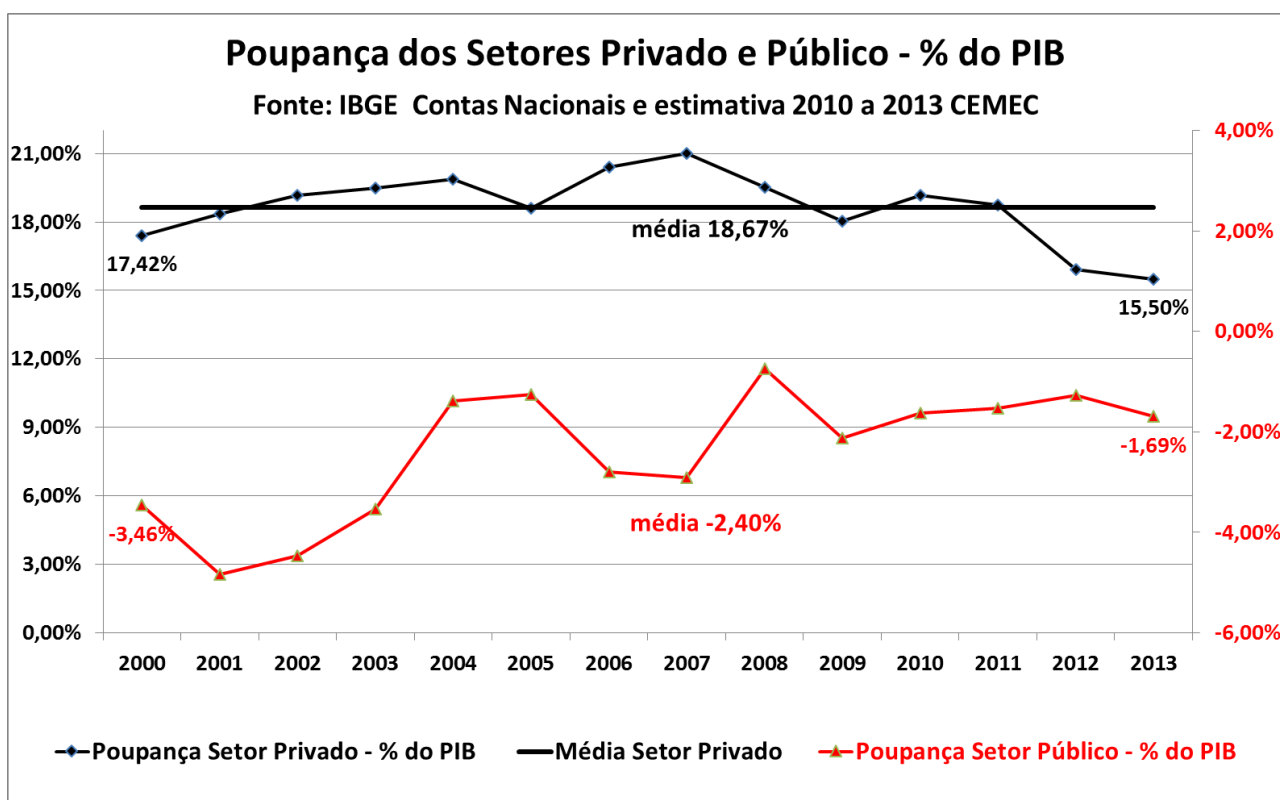
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

redução de 3,9 pontos percentuais da taxa de poupança doméstica a partir de 2010 (de 17,5% para 13,6% do PIB). Note-se que se trata da menor taxa de poupança doméstica desde 2001.

2.2 Redução da taxa doméstica de poupança resulta da queda da poupança das empresas

É possível verificar que essa queda da poupança doméstica resulta de forte redução da taxa de poupança do setor privado. No gráfico 02 são apresentadas estimativas³ das taxas médias de poupança dos setores público e privado em percentagem do PIB desde o ano de 2.000 até 2013.

GRÁFICO 02



Fonte: Contas Nacionais para 2000 a 2009; CEMEC para 2010 a 2013 (anexo 2)

³ Os dados de poupança nacional bruta de 2000 a 2009 são das Contas Nacionais do IBGE, 2010 a 2013 são estimativas CEMEC; detalhe no anexo 2.

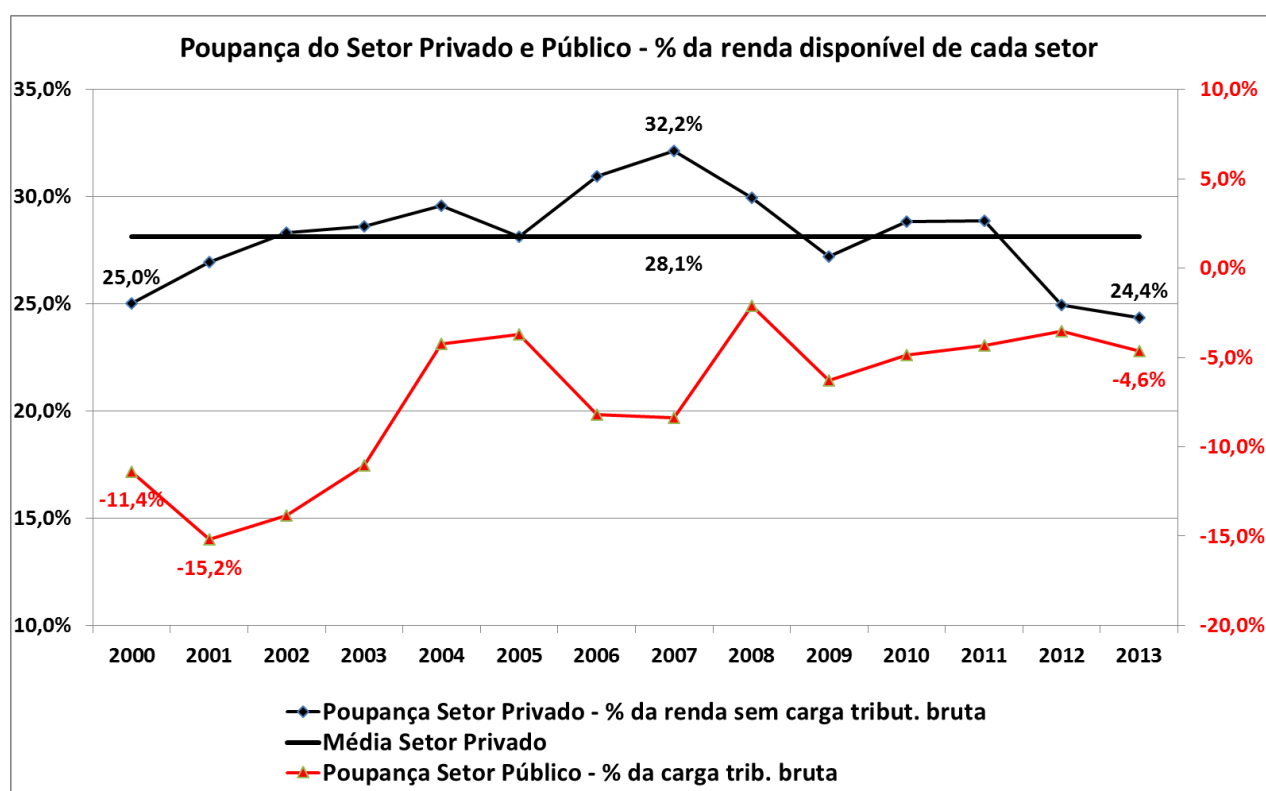
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

A taxa de poupança do setor privado, que em 2010 está ligeiramente acima da média do período (18,7% do PIB) cai cerca de 3 p.p., para apenas 15,5% em 2013. Trata-se do menor valor observado desde o início da série em 2000. Embora ainda apresente valores negativos, a variação da taxa de poupança do setor público tem impacto insignificante na variação da taxa de poupança doméstica nos últimos anos, estimando-se que tenha variado de -1,63% do PIB em 2010 para -1,69% no último período analisado.

Em estudos anteriores, o Centro de Estudos do IBMEC tem examinado também a evolução da taxa de poupança do setor privado em relação ao PIB líquido da carga tributária bruta⁴. Nesse critério, a taxa de poupança do setor público é calculada em relação ao valor da carga tributária bruta. No **Gráfico 03** pode-se observar a evolução das taxas de poupança calculadas dessa forma:

GRÁFICO 03



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

Enquanto a taxa de poupança do setor público calculada sobre a carga tributária bruta embora negativa, apresenta uma pequena variação entre 2010 e 2013 (de -5,0% para

⁴ Em trabalhos anteriores foi calculada também a taxa de poupança em relação à carga tributária líquida de transferências; nesse conceito, a taxa média de poupança é da ordem de 23% a 24% na média calculada desde o ano de 2000. .

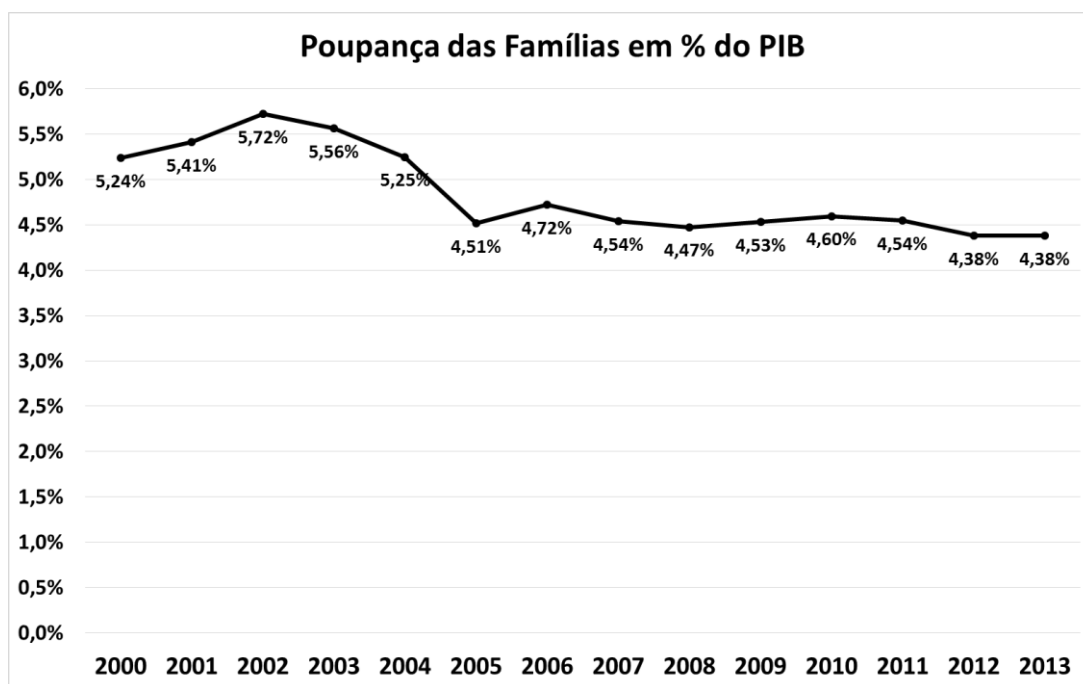
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

-4,6%) verifica-se forte redução da taxa de poupança do setor privado depois de 2010. De 28,9% em 2010, a taxa de poupança do setor privado nesse critério teria caído 4,5 p.p. para apenas 24,4% nem 2013, valor que é o menor desde o início da série em 2000.

Não são disponíveis dados de contas nacionais posteriores a 2010 sobre a decomposição da poupança do setor privado entre empresas e famílias. **No gráfico 04** é apresentada a evolução da taxa de poupança das famílias em relação ao PIB com base nas Contas Nacionais Integradas no período de 2000 a 2009 e estimativas do CEMEC até os quatro trimestres terminados em 2013⁵.

GRÁFICO 04



Fonte: Contas Nacionais Integradas até 2009 e CEMEC de 2010 a 2013 (vide anexo 2)

Verifica-se que taxa poupança das famílias, que havia atingido em média 5,4% do PIB no quinquênio 2000/2004, tem se mantido relativamente estável em torno de 4,5% do PIB no período de 2005 a 2009, em que esses dados são oficiais. De 2010 em diante as estimativas do CEMEC sugerem que teria havido uma pequena redução de 0,22p.p. do PIB, de 4,60% para 4,38%.

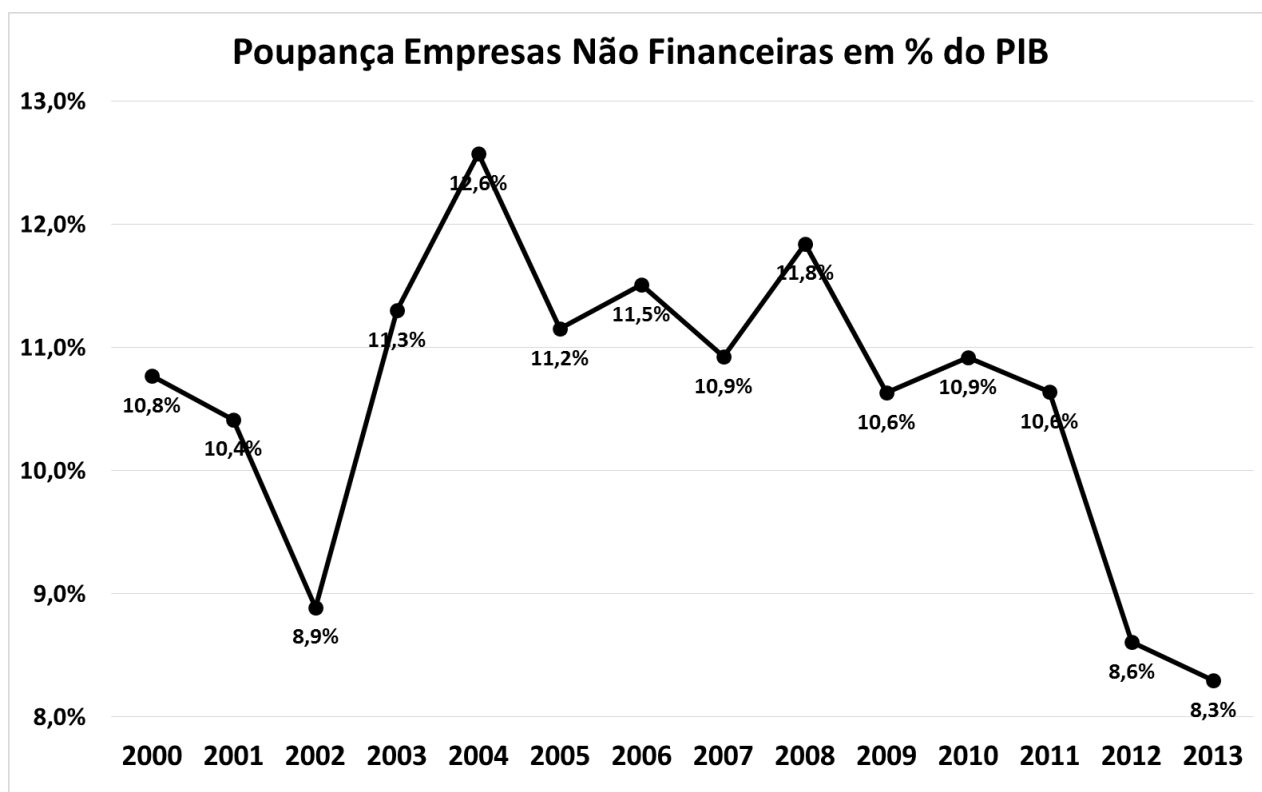
⁵ Detalhes no Anexo 01.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Existem portanto indicações de que a forte redução da poupança do setor privado observada posteriormente a 2010 não se deve à queda da poupança das famílias, mas ao comportamento negativo da poupança das empresas não financeiras, como fica evidenciado no **Gráfico 05**.

GRÁFICO 05



Fonte: Até 2009 Contas Nacionais – IBGE; 2010 em diante Estimativa CEMEC – V. Anexo 2

Verifica-se que a taxa de poupança das empresas, que corresponde à parcela de lucros retidos, reduziu-se em 2,6p.p. do PIB, de 10,9% para apenas 8,3% em 2013. Vale observar que a taxa de poupança das empresas em 2013 é a menor desde 2000, inferior inclusive à observada em 2002, quando a economia brasileira sofreu forte impacto negativo, influenciada pelas incertezas que na época dominaram o processo eleitoral.

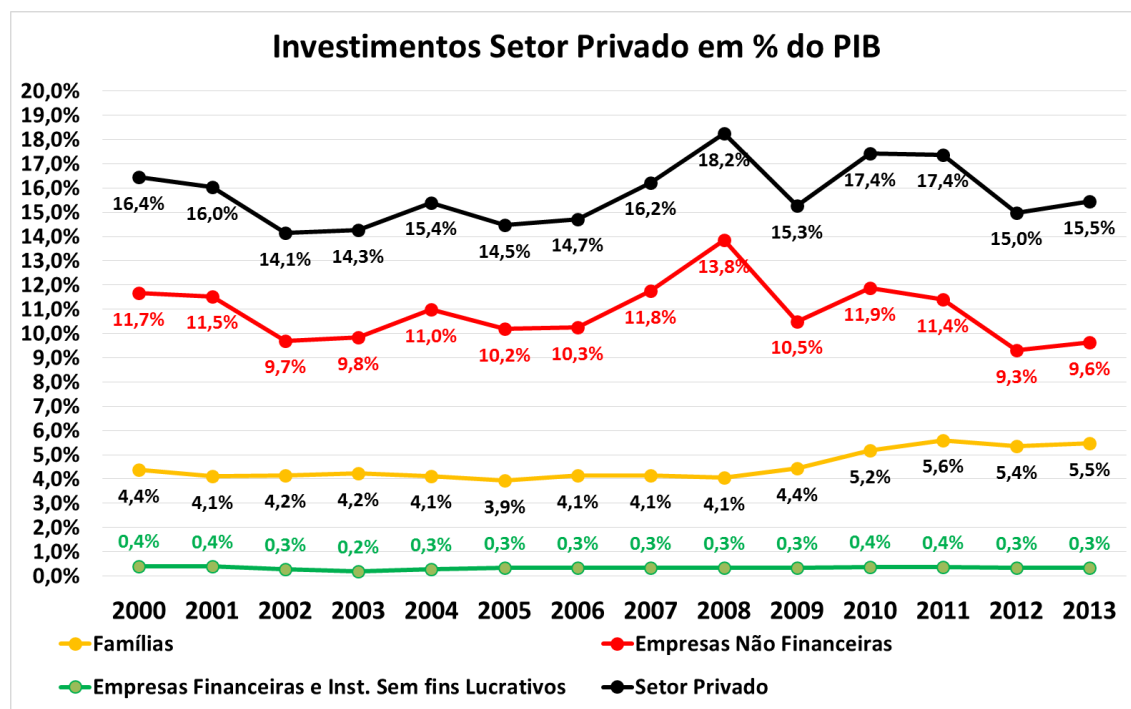
Levando em conta que nas demais partes deste trabalho o conceito utilizado nos indicadores de investimento das empresas não financeiras é análogo ao da formação bruta de capital fixo das contas nacionais, é relevante verificar o comportamento recente dessa

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

variável. Até 2009 os dados são das Contas Nacionais. De 2010 a 2013 são disponíveis apenas os números do total dos investimentos, sendo que a discriminação entre empresas não financeiras, famílias e empresa financeiras e entidades sem fins lucrativos foi feita com base em metodologia desenvolvida pelo CEMEC⁶. Os números estão no **Gráfico 06**.

GRÁFICO 06



Fonte: Até 2009 Contas Nacionais – IBGE; 2010 em diante Estimativa CEMEC – V. Anexo 2

As principais observações são as seguintes:

- a. A taxa de investimento do setor privado (empresas e famílias) cai 1,9 p.p. do PIB, de 17,4% para 15,5%, entre 2010 e 2013, queda menos acentuada que a redução da taxa de poupança do setor privado, estimada em 3,7p.p. do PIB no mesmo período (de 19,2% para 15,5% do PIB), como se vê no Gráfico 02⁷;
- b. A queda de investimentos concentra-se nas empresas não financeiras, de 11,9% para 9,6% do PIB (- 2,3 p.p.); as estimativas feitas pelo CEMEC para o investimento das famílias a partir de 2010 indicam a continuidade do crescimento dos

⁶ V Detalhes no Anexo 2.

⁷ Comportamento análogo se observa no Gráfico 1, nos dados agregados de investimento e poupança doméstica para a economia brasileira.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

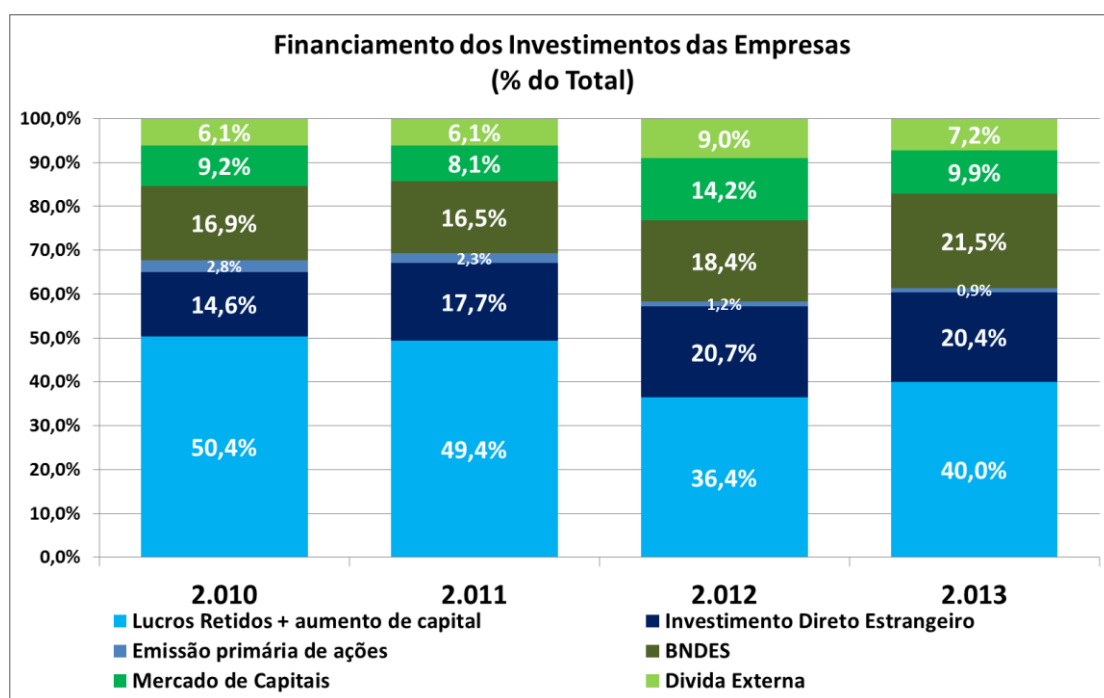
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

investimentos em habitação, em sequência ao salto estimado de 0,8p.p. do PIB entre 2009 e 2010⁸;

2.3 Padrão de financiamento dos investimentos privados mostra redução de recursos próprios e aumento da participação de dívida

O Gráfico 07 apresenta estimativas do padrão de financiamento dos investimentos das empresas, na forma da composição porcentual de cada fonte de recursos, com base em metodologia desenvolvida pelo Centro de Estudos do IBMEC⁹.

GRÁFICO 07



Fonte: CEMEC – Instituto IBMEC

As principais observações são as seguintes:

⁸ Esse forte crescimento é evidenciado pelo comportamento de todos os indicadores de financiamento e construções disponíveis.

construção residencial e comercial

⁹ Detalhes no Relatório Trimestral de Financiamento dos Investimentos Economia Brasileira – Setembro de 2013 – www.cemec.ibmec.org.br

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

- a. Esses dados refletem a composição do financiamento dos investimentos de todas as empresas financeiras e não financeiras, com clara predominância destas últimas conforme indicam os números das contas nacionais;
- b. Estima-se que a participação de recursos próprios, na forma de lucros retidos, emissões primárias de ações e investimento estrangeiro direto (IED) reduziu-se de mais de seis pontos percentuais entre 2010 e 2013, de 67,8% para 61,3%; esse movimento foi acompanhado do aumento de igual magnitude de operações de dívida, de 32,2% para 38,7%;
- c. É notável a queda de participação de lucros retidos no financiamento de investimentos, com queda de 10,4 p.p. (de 50,4% para 40,0%) no período examinado; mais adiante verifica-se comportamento semelhante nos números extraídos da consolidação de balanços de companhias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras;
- d. Os números sugerem que essa queda se concentra nas empresas de controle nacional; a participação dos recursos próprios recebidos pelas empresas estrangeiras de suas matrizes no exterior eleva-se em quase 6 pontos percentuais, de 14,6% para 20,4%; a **Tabela 01** resume essas mudanças.

TABELA 01
PARTICIPAÇÃO DE RECURSOS PRÓPRIOS NO
FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO PRIVADO
% DO TOTAL DO INVESTIMENTO PRIVADO

PERÍODO	TOTAL	NACIONAIS (**)	IDE
2010	67,8%	53,2%	14,6%
2013	61,3%	40,9%	20,4%
VARIAÇÃO	- 6,5%	-12,3%	+5,8%

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

- e. Entre as fontes de recursos de dívida, destaca-se o crescimento da participação do BNDES, de quase 5 pontos percentuais (de 16,9% para 21,5%) e dos financiamentos externos (de 6,1% para 11,4%), enquanto que a captação no mercado de dívida

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

corporativa tem um pequeno aumento (de 9,2% para 9,9%) , com um pico isolado em 2012 (14,2%).

- f. Muito embora a estimativa de padrão de financiamento dos investimentos das empresas utilize bases de dados e metodologia distinta daquela adotada para as projeções de contas nacionais, a conclusão é a mesma: dado que a redução do investimento foi muito menor que a redução da poupança das empresas via retenção de lucros, aumentou a participação dos recursos de dívida no seu financiamento.

3 Companhias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras: redução da poupança resulta da queda do lucro líquido

3.1 Balanços de empresas não financeiras mostram queda de lucros retidos

Com o objetivo de verificar a consistência dessas estimativas e identificar os fatores que teriam conduzido a esses resultados, foram analisados os resultados obtidos a partir da consolidação de balanços de empresas não financeiras. Para as companhias abertas, foi utilizada a base de dados de balanços da Economatica e para as empresas fechadas os dados do cadastro de Maiores e Melhores da Revista Exame¹⁰

A base dados da Economatica, inclui todos os balanços de companhias abertas publicados em cada ano, fazendo com que o numero de empresas consideradas varie de ano para ano: novas empresas abertas, empresas que fecharam o capital ou não publicaram balanços, etc. Dado que o principal foco de análise diz respeito ao período de 2010 a 2013, para evitar flutuações decorrentes da variação do conjunto de empresas, a base de dados utilizada neste trabalho nesse período constitui um painel fixo incluindo somente as companhias abertas não financeiras que existiam na base da Economatica em todos os anos do período de 2010 a 2013, excluídas entretanto todas as empresas do Grupo X¹¹. O mesmo critério foi utilizado para definir a amostra de empresas fechadas. Em relação à representatividade da amostra, estima-se que o valor adicionado das empresas da amostra

¹⁰ Agradecemos o Prof. Ariovaldo dos Santos, professor da FEA-USP e da FIPECAFI a cessão desses dados para a realização deste estudo.

¹¹ Os prejuízos apurados nas empresas desse grupo não correspondem propriamente a perdas de lucros correntes mas à frustração de expectativas de lucros futuros (*impairment*)

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS
represente cerca de 25% do valor adicionado total das empresas não financeiras em 2013, no conceito e contas nacionais. As principais características da amostra são resumidas abaixo:

1. Período: 2005 – 2013

2. Empresas não financeiras:

a. Companhias abertas - 320 empresas

Fonte : Economatica

Painel fixo: Empresas com resultados publicados em todos os anos do período 2010 a 2013 (*)

b. Maiores empresas fechadas - 421 empresas

Fonte: Cadastro das Maiores e Melhores da Revista Exame

Painel fixo: Empresas com dados de balanço para todos os anos do período de 2010 a 2013.

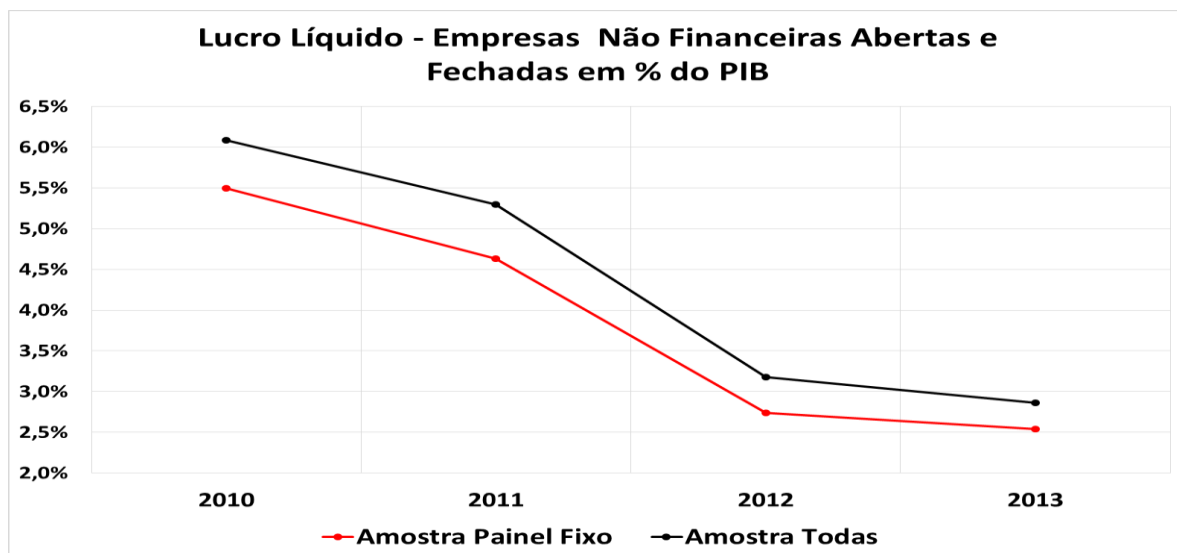
3. Representatividade da amostra: em 2013, o valor adicionado das empresas da amostra representa 25,3% da estimativa feita pelo CEMEC do valor adicionado das empresas não financeiras no conceito das contas nacionais; note-se entretanto que amostra é constituída de 741 empresas grandes cujo desempenho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

(*) Excluídas as empresas do Grupo X

Foram feitas algumas simulações para verificar eventuais diferenças entre os resultados obtidos com base na amostra construída no critério de painel fixo de empresas e os que seriam gerados para toda a base de dados. No gráfico abaixo é possível observar a evolução do lucro líquido no período de 2010 a 2013 calculado a partir da base de dados incluindo todas as empresas, comparativamente aos resultados obtidos na alternativa de usar a amostra de painel fixo. Fixa evidenciada elevada correlação das duas séries, inexistindo razões para acreditar que os resultados que seriam obtidos com a utilização de uma ou outra base de dados viessem a ser diferentes. Note-se que a tendência do lucro líquido é um elemento central deste trabalho.

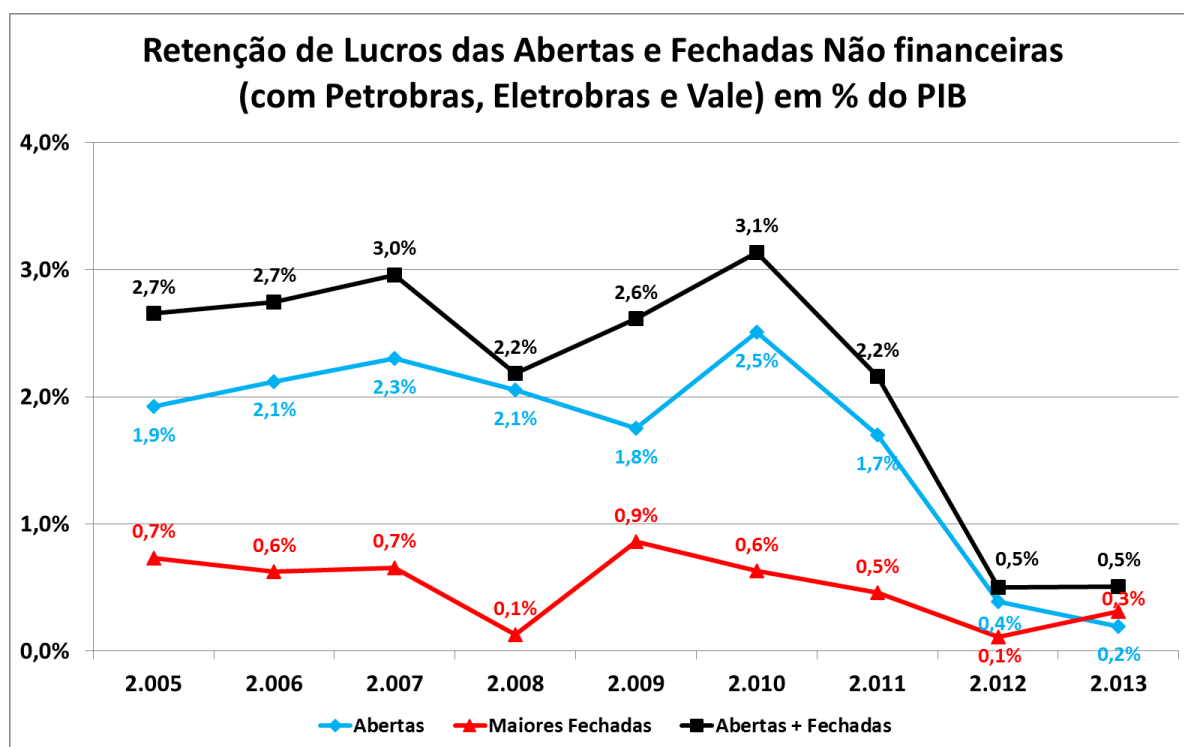
EVOLUÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO
TODA BASE DE DADOS VERSUS AMOSTA PAINEL FIXO

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS



No **Gráfico 08** é possível observar a evolução dos lucros retidos das empresas não financeiras consideradas neste trabalho.

GRÁFICO 08



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas Elaboração: CEMEC

Esses dados ratificam as indicações obtidas com base nas estimativas feitas no nível de contas nacionais. No agregado dos balanços das empresas não financeiras de capital aberto e das maiores fechadas, o coeficiente de lucros retidos em relação ao PIB teve

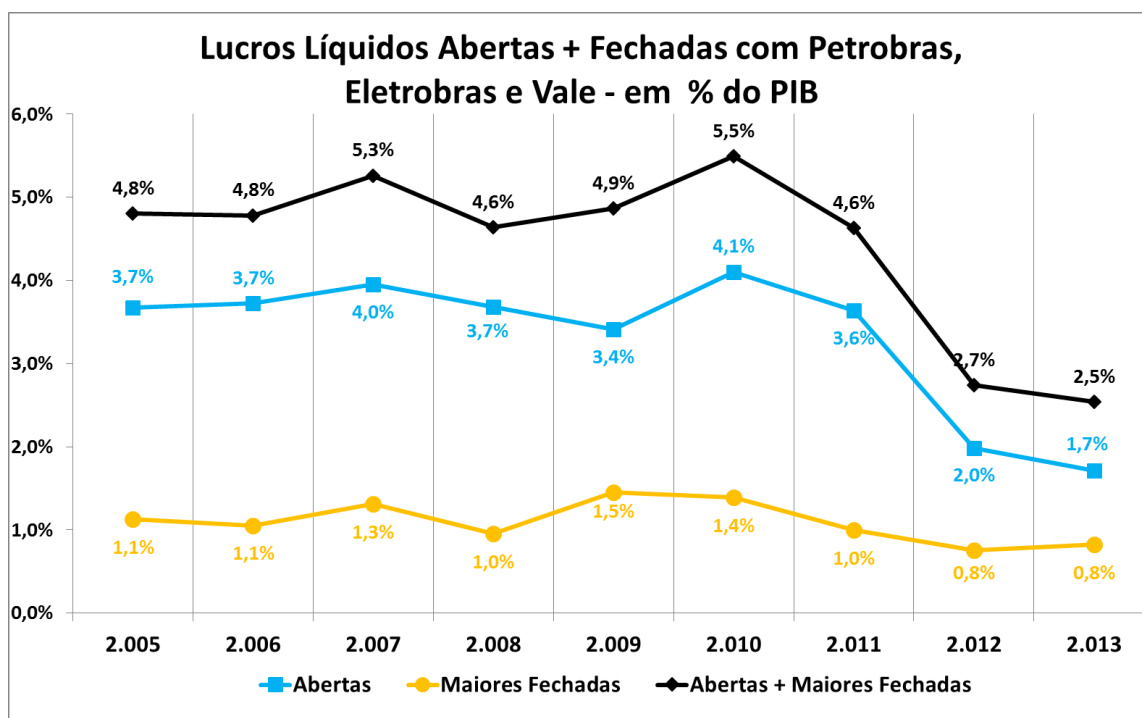
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

queda acentuada de 2,6p.p. entre 2010 e 2013, caindo de 3,1% em 2010 para apenas 0,5% em 2013. Além da grande intensidade da queda observada nesses três anos, chama a atenção o fato de que o coeficiente observado em 2013 equivale a apenas 1/5 da média observada no quinquênio de 2005 a 2009, de 2,6% do PIB.

Os números indicam que a redução de lucros retidos é muito mais intensa nas companhias abertas, sendo o dado para 2013 (0,2% do PIB) é a metade do observado em 2012 (0,4%).. No caso das empresas fechadas a redução mais intensa teria ocorrido entre 2010 e 2012, de 0,6% para 0,1% do PIB, sinalizando alguma recuperação já em 2013, para 0,3% do PIB. O **Gráfico 09** mostra que essa redução de lucros retidos resulta basicamente da queda do lucro líquido das empresas não financeiras.

GRÁFICO 09



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas Elaboração: CEMEC

No seu conjunto, companhias abertas e as maiores empresas fechadas não financeiras apresentam queda acentuada de lucro líquido de 5,5% para 2,5% do PIB entre 2010 e 2013. Novamente, a queda de resultados é muito mais intensa nas companhias abertas, em que o coeficiente lucro líquido se reduziu a menos da metade, de 4,1% para 1,7% do PIB,

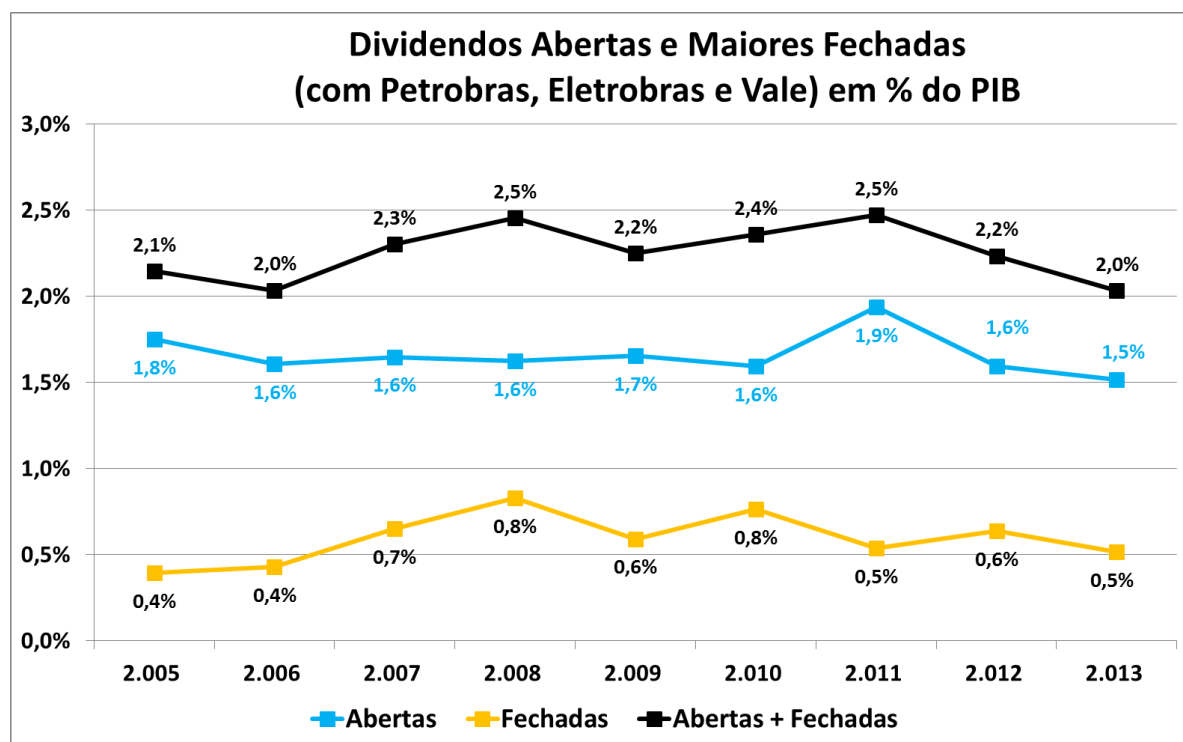
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

enquanto que nas empresas fechadas o coeficiente cai com menos intensidade, de 1,4% para 0,8%¹².

E relevante notar que a distribuição de lucros teve uma redução muito menos acentuada que os lucros retidos, como pode ser observado no **Gráfico 10**.

GRÁFICO 10



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas Elaboração: CEMEC

Os dados agregados de dividendos ou participações distribuídas nos dois conjuntos de empresas não financeiras mostram uma redução de 2,4% do PIB em 2010 para 2,0 % em 2013, muito menos intensa que a queda de lucros. Nas companhias abertas, o número de 2013, de 1,5% do PIB, praticamente repete o valor observado em 2010 de 1,6% do PIB¹³, nível semelhante ao observado nos períodos anteriores. Nas empresas fechadas a redução do coeficiente de dividendos é mais acentuada, de 0,8% em 2010 para 0,5% em 2013.

¹² Para identificar as razões dessa diferença seria necessário no mínimo detalhar a composição setorial desses dois conjuntos de empresas, questão que excede o foco deste trabalho.

¹³ A elevação do coeficiente de dividendos pra 1,9% em 2011 certamente foi influenciado pela forte elevação de lucros em 2010, quando ocorreu a recuperação da crise de 2009 e o PIB cresceu 7,5%.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

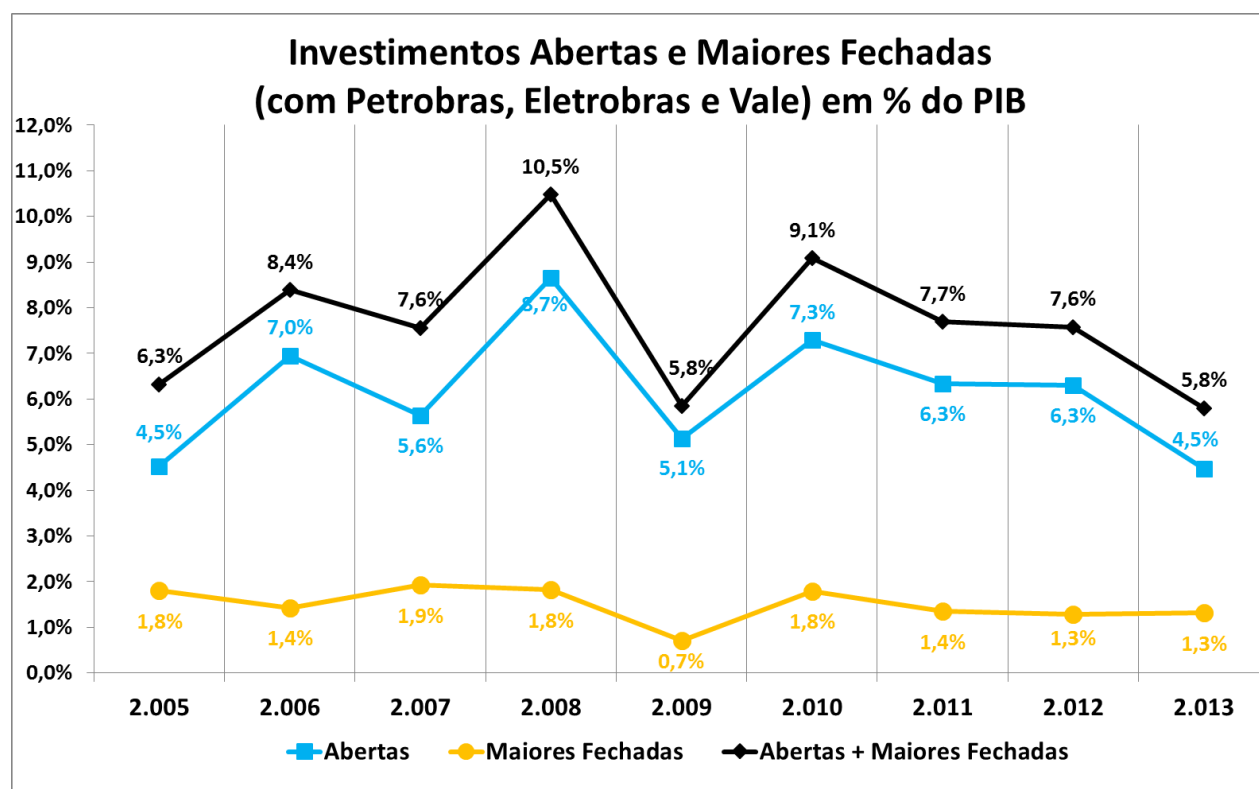
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Para complementar uma visão do comportamento recente das empresas não financeiras, é indispensável examinar o que ocorreu também com seus investimentos. Esse é o foco do próximo item.

3.2 Aumenta participação de dívida no financiamento de investimentos

No **Gráfico 11** são apresentadas as estimativas dos investimentos das empresas não financeiras que compõem a amostra, a partir da consolidação de balanços no período de 2005 a 2013. Trata-se de um conceito semelhante ao da Formação Bruta de Capital Fixo das Contas Nacionais, calculado pela diferença de saldos ano a ano do ativo das empresas, relacionados com investimentos feitos¹⁴.

GRÁFICO 11



Fonte: Economática para Abertas e Maiores e Melhor Exame para Fechadas Elaboração: CEMEC

¹⁴ Variação dos saldos de ativo imobilizado, intangível e diferido, incluídas a depreciação do ano.

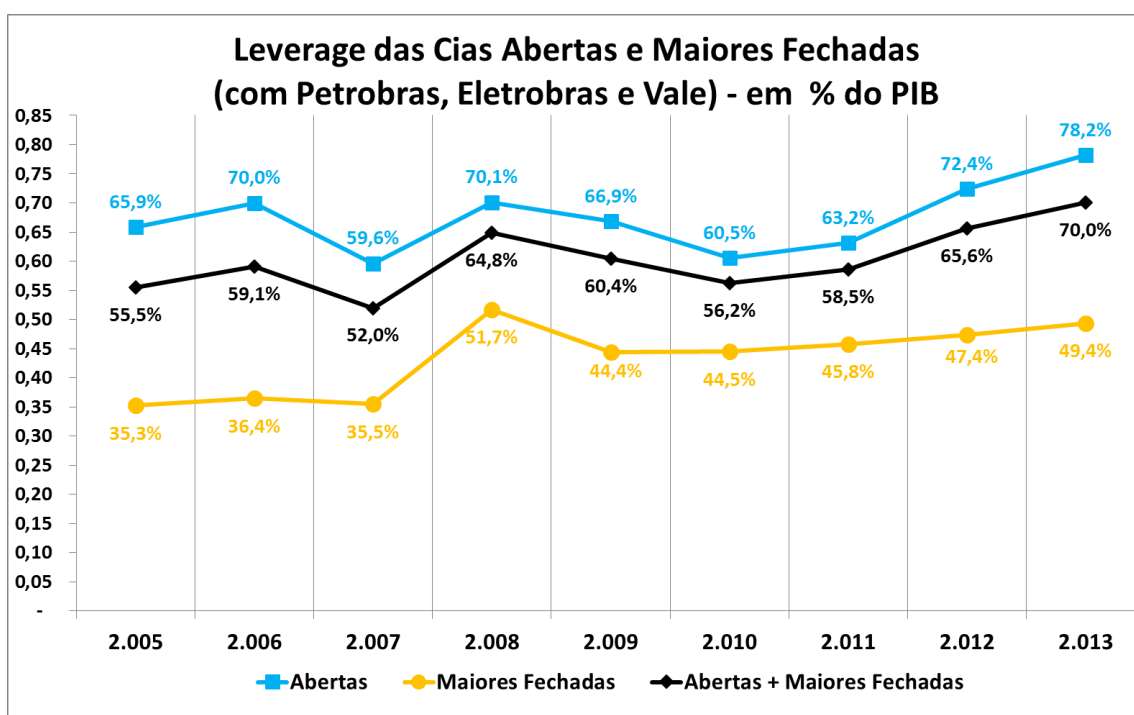
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Verifica-se grande redução de investimentos estimados das empresas não financeiras entre 2010 e 2013, de 3,3 p.p. do PIB (de 9,1% para 5,8%), sendo 2,8 p.p. nas companhias abertas e 0,5p.p. nas empresas fechadas.

Para financiar os investimentos, cuja redução foi menor que a observada nos lucros retidos¹⁵, as empresas não financeiras passaram a utilizar uma proporção maior de dívida, aproveitando-se também de um período de queda da taxa de juros e maior disponibilidade de recursos do BNDES. O resultado aparece no aumento do índice de endividamento, indicado pelo aumento da alavancagem (leverage. (Gráfico 12).

GRÁFICO 12



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas Elaboração: CEMEC

¹⁵ Em termos relativos, os investimentos do total da amostra se reduziram em 36% (de 9,9% para 5,8% do PIB) enquanto que os lucros retidos tiveram queda muito maior, de cerca de 84% (de 3,1% para apenas 0,5% do PIB).

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Uma interpretação possível para esse conjunto de evidências é de que defrontadas com forte redução de lucros e com expectativas perspectivas de baixo crescimento da economia brasileira, as empresas não financeiras decidiram reduzir seus investimentos e manter a distribuição de dividendos para seus sócios e acionistas. Dado que a redução de investimentos foi menos intensa que a redução de lucros retidos, as empresas aumentaram a proporção de dívida, movimento esse que pode ter sido reforçado pela ocorrência de redução da taxa de juros e expansão da oferta de financiamentos do BNDES nesse período.

3.3 Amostra sem Petrobras, Eletrobras e Vale não altera resultados

Existem pelo menos duas razões para gerar os resultados apresentados anteriormente excluindo-se das amostra Petrobras, Eletrobras e Vale. A primeira é que essas empresas são muito maiores que as demais¹⁶, de modo que sua inclusão faz com que resultados agregados possam ser fortemente influenciados pelo seu desempenho, perdendo representatividade como indicadores do desempenho da maioria das empresas da amostra. Por outro lado, Petrobras e Eletrobras tem sofrido forte impacto de políticas públicas, seja pelo controle de preços de derivados de petróleo seja pelos efeitos da antecipação do vencimento de concessões ocorrida no setor elétrico. No caso da Vale, um evento de natureza tributária não recorrente teve grande impacto negativo nos resultados de 2013¹⁷. Todos os gráficos correspondentes aos indicadores calculados para o conjunto de empresas da amostra com exclusão de Petrobras, Eletrobras e Vale estão no **Anexo 04**. Na **Tabela 02** é feita uma comparação de alguns dos principais indicadores calculados com base nas duas amostras de empresas, para 2010 e 2013.

TABELA 02
EFEITOS DA INCLUSÃO E EXCLUSÃO
DA PETROBRAS, ELETROBRAS E VALE
DA AMOSTRA DE EMPRESAS

INDICADOR	COM PETRO, ELETRO e VALE	SEM PETRO, ELETRO e VALE
------------------	-------------------------------------	-------------------------------------

¹⁶ Essas empresas representam em 12/2013 cerca de x% dos ativos totais ...% do valor de mercado das empresas não financeiras.

¹⁷ Sua adesão ao REFIS implicou o reconhecimento de dívida tributária que teve forte impacto sobre os resultados de 2013.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

	2010	2013	2010	2013
	% DO PIB			
Lucro líquido	5,5	2,5	3,7	2,2
Lucro retido	3,1	0,5	1,8	0,6
Dividendos	2,4	2,0	1,9	1,6
Investimento	9,1	5,2	5,3	3,1
Leverage (em %)	56,2	70,0	64,5	71,6
TAXAS AO ANO				
ROE retorno cap. próprio	17,0	7,1	16,2	9,0
ROA retorno ativo total	9,7	5,8	9,6	6,7
ROIC retorno cap. investido	13,7	8,1	13,9	9,7
DF/KT custo financeiro	9,0	9,7	10,4	10,7

Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

Como se pode observar na **Tabela 02**, embora a intensidade de queda dos indicadores de rentabilidade (ROE, ROA e ROIC) seja mais intensa quando as três empresas são incluídas, as tendências gerais são mantidas na amostra contendo apenas as demais empresas, não alterando portanto as conclusões extraídas com base na amostra completa. Por exemplo, a taxa de retorno sobre o capital próprio na amostra que exclui as três empresas se reduz 16,2%a.a para 9%a.a. entre 2005 e 2013; na amostra com a inclusão das três empresas a redução é mais forte, de 17,0%a.a para apenas 7,1%a.a. Esse mesmo padrão é observado nos demais indicadores

Desse modo, fica evidente que a redução de poupança das empresas sob a forma de retenção de lucros, não resulta apenas do impacto de políticas públicas e outros efeitos não recorrentes que reduziram os resultados de Petrobrás, Eletrobras e Vale, mas se trata de um fenômeno mais geral.

3.5 Análise setorial

3.5.1 Amostra com Petrobras, Eletrobras e Vale

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

A análise agregada pode esconder desempenhos muito distintos entre empresas e setores. O objetivo desta parte é aprofundar a análise, visando verificar em que medida essa redução de resultados, poupança e investimentos das empresas observados nos últimos anos concentra-se especialmente em alguns setores ou outros grupos de empresas ou se trata de um ciclo mais geral.

Na tabela 03 é apresentada uma análise da variação do total de lucro líquido entre das empresas da amostra entre 2010 e 2013, classificadas segundo seis setores de atividade, incluindo Petrobras, Eletrobras e Vale.

TABELA 03
ANÁLISE DO LUCRO DAS EMPRESAS ABERTAS E FECHADAS NÃO FINANCEIRAS - 2013 x 2010: COM PETROBRÁS, ELETROBRÁS e VALE

SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	LL2013	LL2010	VAR PERC
Indústria Extrativa	674	3	-43.427	5	-42.753	8	2.277	38.051	-94,0%
Serviços	15.581	124	-43.871	133	-28.290	257	38.608	65.695	-41,2%
Indústria Transformação	17.659	140	-37.971	148	-20.312	288	62.573	85.663	-27,0%
Construção Civil	3.618	32	-5.516	23	-1.898	55	7.683	9.581	-19,8%
Comércio	5.635	71	-2.080	40	3.555	111	11.708	8.153	43,6%
Agropecuária	90	5	0	0	90	5	119	29	306,9%
TOTAL	43.256	375	132.865	349	-89.609	724	122.968	207.172	-40,6%

Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

A **Tabela 04** contém os resultados obtidos com a exclusão dessas três empresas.

TABELA 04

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS
ANÁLISE DO LUCRO DAS EMPRESAS ABERTAS E FECHADAS NÃO FINANCEIRAS -
2013 x 2010: SEM PETROBRÁS, ELETROBRÁS e VALE

SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	LL2013	LL2010	VAR PERC
Indústria Extrativa	674	3	-5.769	4	-5.095	7	2.535	7.630	-66,8%
Serviços	15.581	124	-33.818	132	-18.237	256	44.899	63.142	-28,9%
Indústria Transformação	17.659	140	-27.869	147	-10.209	287	39.566	49.762	-20,5%
Construção Civil	3.618	32	-5.516	23	-1.898	55	7.683	9.581	-19,8%
Comércio	5.635	71	-2.080	40	3.555	111	11.708	8.153	43,6%
Agropecuária	90	5	0	0	90	5	119	29	306,9%
TOTAL	43.256	375	-75.050	346	-31.794	721	106.510	138.296	-23,0%

Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

Podem ser feitas as seguintes observações aos resultados contidos na **Tabela 04**:

1. Nas empresas que tiveram variação negativa de lucro líquido entre 2010 e 2013, as pertencentes aos setores de serviços (-33,818) e da indústria de transformação (-27.869), somadas, representam 82% do total de -75.050;
2. Somente as empresas dos setores de comércio e agropecuária apresentam variação positiva de lucro líquido total entre 2010 e 2013, de +43,6% e +306,9% respectivamente; além disso, em ambos setores a maioria das empresas apresenta variação positiva: no comércio, são 71 num total de 111, enquanto que na agropecuária todas as 5 empresas classificadas no setor têm esse desempenho. Não há diferenças entre os resultados das Tabelas 03 e 04 nesses casos, de vez que as três grandes empresas não pertencem a esses setores.
3. Nos demais setores, verifica-se queda de lucros líquidos, mais intensa quando incluídas as empresas Vale (mineração) Eletrobras (Serviços) e Petrobras (Indústria de transformação). Com exceção do setor de construção civil, em todos os demais casos a variação negativa é observada em mais da metade das empresas consideradas na amostra.

Embora a geração de um diagnóstico mais preciso exija estudos adicionais, aparentemente os resultados relativos a alguns desses setores podem ser atribuídos a fatores específicos, enquanto que em outros predominam fatores mais gerais:

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

- a. Por exemplo, os resultados da mineração podem ter sido prejudicados pela queda de preços internacionais; na área de serviços as empresas de energia foram afetadas negativamente por políticas públicas, enquanto a construção civil enfrenta as consequências de um ciclo de valorização excessiva seguido de uma conjuntura de excesso de oferta de imóveis;
- b. No caso da indústria de transformação, levando em conta os resultados apresentados nos itens anteriores, a hipótese que parece mais plausível tem foco na queda de lucro bruto em função da dificuldade de repasse do aumento de custos de produção para os preços de venda, estes limitados pela concorrência de importações, hipótese que será examinada mais adiante.

3.52 Análise por subsetor sem Petrobras, Eletrobras e Vale

Nas Tabelas adiante são apresentados os resultados do lucro líquido entre 2010 e 2013 para o conjunto das empresas da amostra sem Petrobras, Eletrobras e Vale, para aqueles setores em que foi possível classificar as empresas em subsetores. No caso dos setores de mineração e agropecuária, esse detalhamento não foi possível.

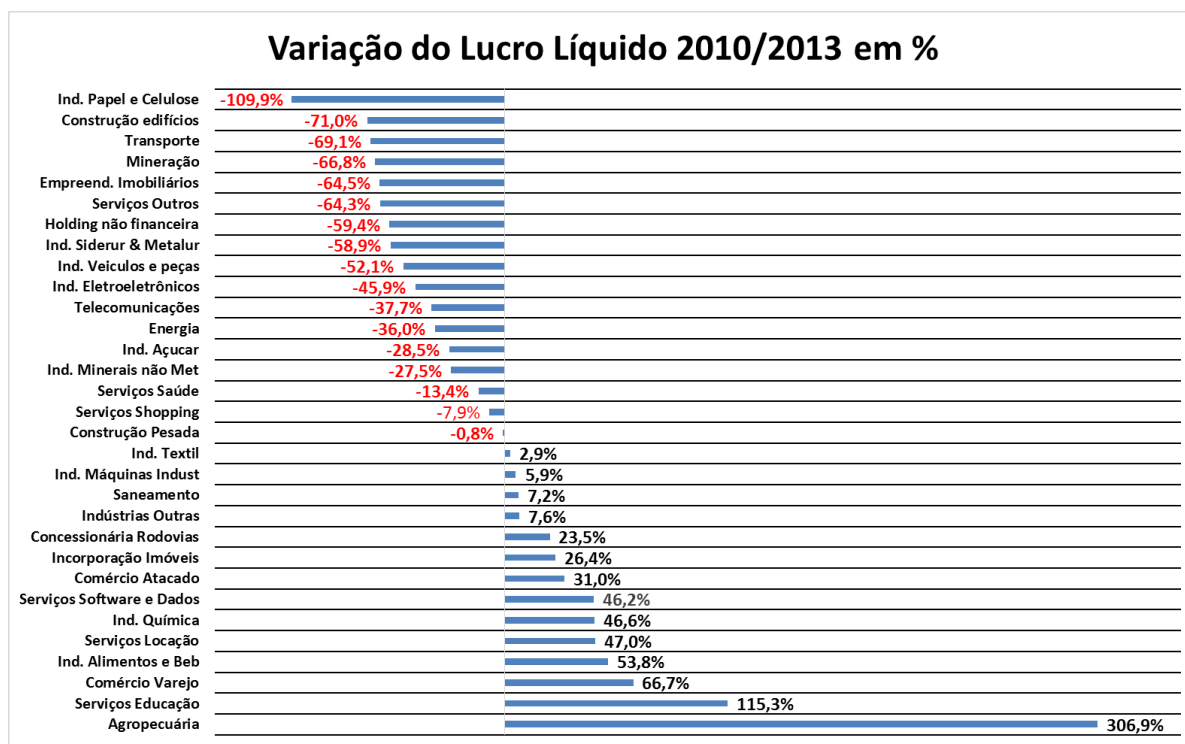
Especialmente nesse nível de desagregação, deve-se destacar que os resultados obtidos não devem ser interpretados necessariamente como sendo representativos de todas as empresas dos subsetores analisados. O número de empresas incluídas na amostra de cada subsetor certamente é muito menor que a totalidade das empresas existentes e o critério utilizado para sua inclusão na amostra privilegia empresas de maior porte. Por outro lado, o critério de classificação das empresas num dado subsetor ainda permite considerável grau de heterogeneidade entre empresas, de vez que tem por base a somente a principal atividade de cada uma, podendo incluir atividades secundárias importantes e muito diferentes entre si.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Outra característica relevante diz respeito à elevada variância de desempenho entre subsetores classificados dentro de um mesmo setor. Na **Tabela 05** todos os subsetores foram ordenados segundo a variação percentual de lucro líquido entre 2010 e 2013, dos que apresentaram a maior queda para os que revelaram maior aumento.

TABELA 05
VARIAÇÃO DE LUCRO LÍQUIDO DOS SUB-SETORES 2010/2013



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

Embora mais adiante o desempenho dos subsetores seja examinado com algum detalhe adicional, pode-se notar desde já algumas regularidades:

- a. Entre os subsetores com maior variação negativa de lucro líquido, predominam alguns subsetores da indústria de transformação e outros especialmente afetados por políticas públicas, como é o caso de energia e açúcar e etanol.
- b. Nos subsetores com variação positiva de lucro líquido as empresas da agropecuária e dos serviços de educação mais que dobraram enquanto que predominam os subsetores de serviços.

Na **Tabela 06**, são apresentados os resultados dos subsetores do setor de serviços.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

TABELA 06

ANÁLISE DO LUCRO DAS EMPRESAS ABERTAS E FECHADAS NÃO FINANCEIRAS

Subsetores do Setor de Serviços- Variação do lucro líquido entre 2010 e 2013

SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	LL2013	LL2010	VAR PERC
Transporte	1.214	12	-2.944	12	-1.730	24	772	2.502	- 69,1%
Empreendim. Imobiliários	157	1	-764	4	-607	5	333	940	- 64,5%
Serviços Outros	1.198	19	-4.980	14	-3.782	33	2.099	5.881	- 64,3%
Holding não financeira	129	3	-735	7	-605	10	414	1.019	- 59,4%
Telecomuni-cações	1.317	1	-6.602	13	-5.285	14	8.724	14.009	- 37,7%
Energia	5.931	32	-15.439	47	-9.509	79	16.886	26.395	- 36,0%
Serviços Saúde	669	19	-778	12	-109	31	783	904	- 13,4%
Serviços Shopping	172	3	-266	1	-94	4	1.092	1.186	-7,9%
Saneamento	622	4	-412	5	210	9	3.121	2.911	7,2%
Concessionária Rodovias	998	5	-421	4	577	9	3.029	2.452	23,5%
Serviços Software e Dados	2.023	12	-254	6	1.768	18	5.614	3.840	46,2%
Serviços Locação	236	4	0	0	236	4	739	503	47,0%
Serviços Educação	915	9	-222	7	692	16	1.293	600	115,3%
TOTAL	15.581	124	-33.818	132	-18.237	256	44.899	63.142	- 28,9%

Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

Ao lado de fatores macroeconômicos mais gerais, cada subsetor tem certamente fatores muito específicos influenciando seu desempenho, cuja análise detalhada vai além do escopo deste trabalho. Entretanto, vale notar que cerca de 2/3 da variação negativa de valor do lucro líquido do setor de serviços (- 33.418) se concentram nos subsetores de energia (-15.439) e telecomunicações (-6.602). Os resultados do subsetor de energia têm sido influenciados pelas políticas públicas adotadas nesse segmento.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Na **Tabela 07** são apresentados os resultados obtidos para os subsetores da indústria de transformação.

TABELA 07

ANÁLISE DO LUCRO DAS EMPRESAS ABERTAS E FECHADAS NÃO FINANCEIRAS

Subsetores da Indústria de Transformação - Variação do lucro líquido entre 2010 e 2013

SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	LL2013	LL2010	VAR PERC
Petróleo e Gas	160	2	-3.020	4	-2.860	6	-2.813	47	-6047,9%
Papel e Celulose	110	4	-2.751	7	-2.642	11	-239	2.403	-109,9%
Siderurgia & Metalurgia	1.161	18	-10.312	24	-9.151	42	6.376	15.526	-58,9%
Veículos e peças	361	7	-2.198	17	-1.836	24	1.685	3.521	-52,1%
Eletroeletrônicos	621	11	-1.315	11	-694	22	817	1.511	-45,9%
Açúcar	265	3	-528	11	-263	14	659	923	-28,5%
Minerais não Metálicos	485	8	-1.544	4	-1.059	12	2.797	3.856	-27,5%
Têxtil	542	13	-506	15	36	28	1.291	1.254	2,9%
Máquinas Industriais	855	10	-731	9	123	19	2.216	2.093	5,9%
Indústrias Outras	823	10	-582	14	242	24	3.624	3.368	7,6%
Química	4.198	25	-2.183	16	2.015	41	6.341	4.326	46,6%
Alimentos e Bebidas	8.079	29	-2.199	15	5.880	44	16.813	10.933	53,8%
TOTAL	17.659	140	-27.869	147	-10.209	287	39.566	49.762	-20,5%

Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

O subsetor de siderurgia e metalurgia participa com quase 40% do total da variação negativa do lucro líquido da indústria de transformação (-10.312 num total de -27.869). É possível identificar considerável variância de resultados entre empresas dentro de um mesmo subsetor. Em alguns subsetores chama a atenção a concentração de empresas com resultados negativos, como é o caso de petróleo e gás (4/6), veículos e peças (17/24) e principalmente no subsetor de açúcar (11/14). Neste último caso, tem sido notório o impacto do controle de preços da gasolina sobre os produtores de etanol, muitas dezenas dos quais estão hoje em processo de recuperação judicial.

Na **Tabela 08** são apresentados os resultados obtidos para os subsetores da construção civil.

TABELA 08

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS
ANÁLISE DO LUCRO DAS EMPRESAS ABERTAS E FECHADAS NÃO FINANCEIRAS
Subsetores da Construção Civil - Variação do lucro líquido entre 2010 e 2013

SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	LL2013	LL2010	VAR PERC
Construção Edifícios	971	13	-3.517	8	-2.545	21	1.040	3.586	-71,0%
Construção Pesada	1.585	12	-1.614	12	-29	24	3.407	3.436	-0,8%
Incorporação de Imóveis	1.061	7	-385	3	676	10	3.236	2.560	26,4%
TOTAL	3.618	32	-5.516	23	-1.898	55	7.683	9.581	-19,8%

Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

Na construção civil a queda de lucros se concentra na construção de edifícios, enquanto que na construção pesada a variação é praticamente nula e crescimento considerável é evidenciado na incorporação de imóveis.

Na **Tabela 09**, verifica-se que no setor de comércio tem forte predominância de empresas com variação positiva de lucros entre 2010 e 2013, tanto no subsector de atacado como no de varejo.

TABELA 09

ANÁLISE DO LUCRO DAS EMPRESAS ABERTAS E FECHADAS NÃO FINANCEIRAS
Subsetores do Comércio - Variação do lucro líquido entre 2010 e 2013

SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	LL2013	LL2010	VAR PERC
Comércio Atacado	2.911	44	-1.272	18	1.639	62	6.919	5.280	31,0%
Comércio Varejo	2.724	27	-808	22	1.916	49	4.789	2.873	66,7%
TOTAL	5.635	71	-2.080	40	3.555	111	11.708	8.153	43,6%

Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

4 Queda de margens é o principal componente da redução de rentabilidade das empresas não financeiras

Nesta parte busca-se identificar os principais componentes dos responsáveis pela redução do lucro e da poupança das empresas não financeiras nos últimos anos. A ideia é partir da

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

análise da evolução recente da rentabilidade do capital próprio (ROE) e examinar o comportamento de seus principais componentes usando dois indicadores de rentabilidade.

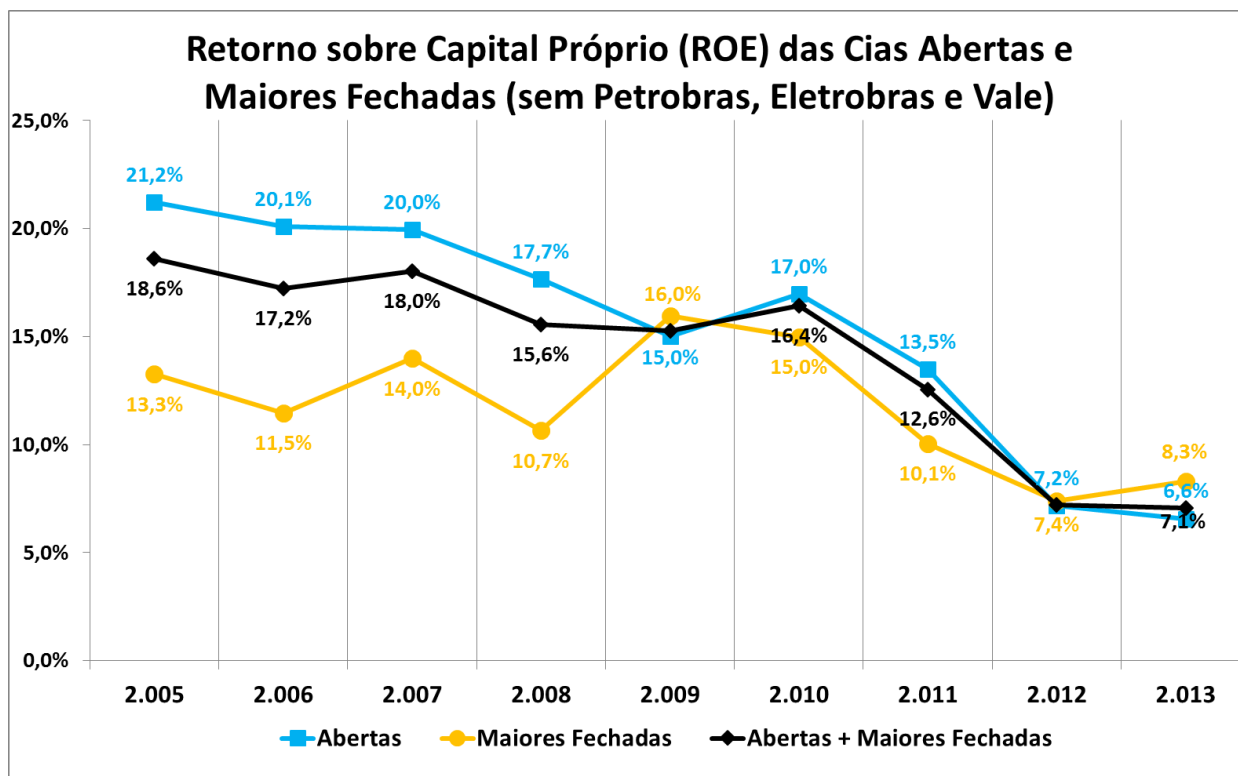
No primeiro caso, é utilizada a taxa de retorno do capital total investido na empresa (ROIC) , do grau de endividamento financeiro (leverage) e do custo da dívida financeira. No segundo caso, a rentabilidade do capital próprio é utilizada a taxa de retorno gerada pelo ativo total da empresa (ROA) , cujo comportamento é analisado como resultado de alguns parâmetros operacionais, tais como margem e giro do ativo.

4.5 Rentabilidade do capital próprio tem queda acentuada após 2010

No **Gráfico 13** é apresentada a evolução da taxa de retorno do capital próprio (ROE), no período de 2005 a 2013, definida como a relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido médio das empresas da amostra utilizada neste trabalho.

GRÁFICO 13

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

No período inicial, já é possível identificar uma redução moderada do ROE do agregado das empresas consideradas, de 18,6%a.a. em 2005 para 16,4%a.a. em 2010. Trata-se de resultado gerado exclusivamente pela queda de rentabilidade das companhias abertas, de vez que o ROE das empresas fechadas apresenta tendência positiva nesse mesmo período. Entretanto, depois a partir de 2010, os indicadores agregados apresentam forte queda da taxa de retorno de capital próprio, que se reduz dos 16,4%a.a. de 2010 para menos da metade ou seja, 7,1% a.a. em 2013. Nesse período a tendência de queda é observada tanto nas companhias abertas (de 17,0% para 6,6%a.a.) quanto nas empresas fechadas (de 15,0% para 8,3%a.a.).

4.6 Queda da rentabilidade do capital investido é o principal fator de queda da taxa de retorno do capital próprio

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

A taxa de retorno do capital próprio (ROE) pode ser decomposta em dois componentes:

$$(1) \text{ ROE} = \text{ROIC} + \text{KT/KP} (\text{ROIC} - i)$$

onde:

ROE = taxa de retorno sobre o capital próprio (KP)

ROIC = taxa de retorno sobre o capital total investido (KP + KT)

ROIC = $\text{EBI}/(\text{KT}+\text{KP})$, onde EBI é resultado da atividade operacional antes da despesa financeira, depois do resultado líquido do imposto de renda¹⁸; é equivalente à soma do lucro líquido com as despesas financeiras líquidas do imposto de renda;

CKT = despesas financeiras com a dívida, líquidas do imposto de renda

KT/KP = leverage do exigível financeiro

$i = \text{CKT}/\text{KT}$ = custo financeiro médio em cada ano, calculado pelo quociente entre despesas financeiras e saldo médio de dívida financeira .

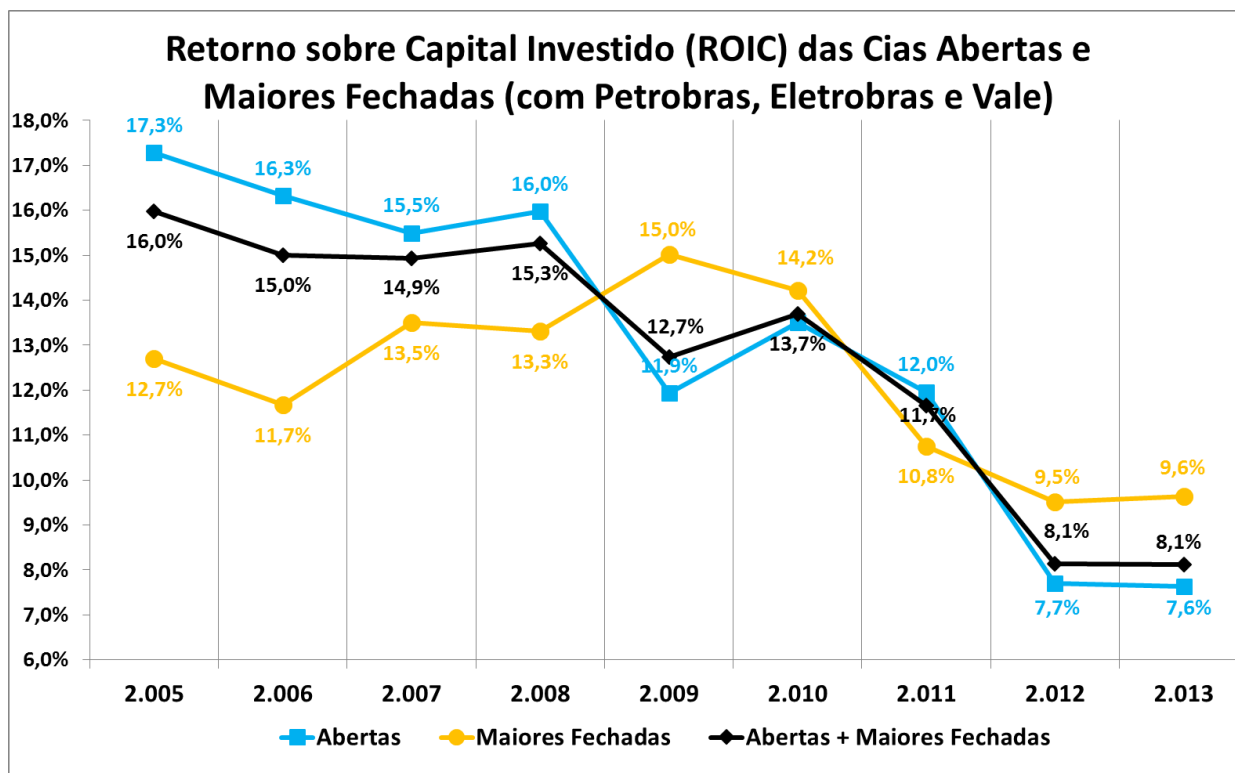
A análise da taxa de retorno do capital investido (ROIC) permite verificar em que medida a queda da rentabilidade do capital próprio (ROE) tem sido determinada pela redução da taxa de retorno sobre capital total investido e/ou pelo efeito líquido do endividamento. Este último componente é calculado pela diferença entre essa taxa de retorno (ROIC) e custo dos empréstimos e financiamentos, multiplicado pelo “leverage”. É evidente que numa situação em que $\text{ROIC} > i$, um certo grau de endividamento permite elevar a rentabilidade do capital próprio, e quando $\text{ROIC} < i$, qualquer grau de endividamento acima de zero reduz ROE.

No gráfico 14, pode-se observar a evolução da taxa de retorno sobre o capital investido nas empresas da amostra entre 2005 e 2013.

GRÁFICO 14

¹⁸ O resultado líquido do imposto de renda é a diferença entre o imposto a pagar calculado sobre o lucro e a compensação tributária pela dedução das despesas financeiras da base tributável; é igual à soma do lucro líquido com despesa financeiras líquidas do efeito fiscal; por simplicidade, a tributação referida aqui como imposto de renda inclui imposto de renda propriamente dito e a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL).

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

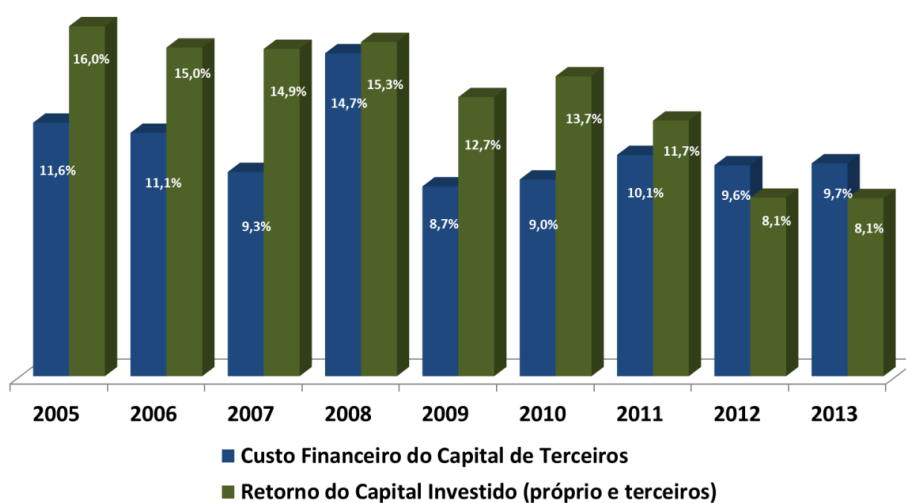


Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

A forte correlação entre a taxa de retorno do capital próprio (ROE) e o retorno do capital total investido (ROI) é evidente. O impacto da diferença entre o ROIC e a taxa de juros sobre a taxa de retorno do capital próprio pode ser melhor avaliado no **Gráfico 15**.

GRÁFICO 15

**Retorno do Capital Investido e Custo Financeiro de Dívida
(com Petrobrás, Eletrobras e Vale)**



CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

A simples observação dos valores assumidos pelo retorno do capital investido e do custo financeiro da dívida permite extrair algumas constatações importantes:

- a. A taxa de retorno do capital total investido supera o custo financeiro da dívida no período de 2005 a 2011, ($ROIC > i$), fazendo com que nesse período o endividamento contribua positivamente para elevar o retorno do capital próprio; a média simples do ROIC é de 14,2%a.a, o custo médio da dívida é 10,6%a.a e o retorno sobre o capital próprio se eleva para 16,2%a.a.;
- b. Nos dois últimos anos, a situação se inverte, $ROIC < i$ ou seja, a taxa de retorno do capital total (média de 8,1%) é inferior ao custo da dívida (média de 9,65%) , fazendo com que o retorno do capital próprio seja menor que o ROIC (média de 7,25%).
- c. Parece claro que essa inversão entre ROIC e o custo financeiro (i) se deve principalmente à queda da taxa de retorno sobre o capital investido de 14,2% na média dos sete anos de 2005 a 2011, para apenas 8,1%, até porque o custo médio da dívida nesses últimos dois anos (9,65%a.a.) é inferior à media do período anterior (10,6% a.a.);
- d. É possível discernir três patamares de ROIC:
 - i. 2005/2008 15,3%a.a
 - ii. 2009/2011 12,7%a.a
 - iii. 2012/2013 8,1%a.a

4.7 Queda da rentabilidade do ativo total reflete basicamente redução de margens: aumento de custos não tem sido repassados aos preços

A análise baseada no ROIC mostra que o fator dominante para explicar a queda da rentabilidade do capital próprio observada nos últimos não é a evolução dos custos financeiros ou do grau de alavancagem, mas a forte redução dos resultados operacionais.

O cálculo da taxa de retorno sobre ativos totais (ROA) e sua decomposição por componentes permite identificar em mais detalhe os fatores responsáveis pela deterioração desses resultados.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

A taxa de retorno do capital próprio (ROE) pode ser decomposta em dois componentes:

$$(1) \text{ ROE} = \text{ROA} + (\text{KT} + \text{PNO}) / \text{KP} (\text{ROA} - \text{DF}) / (\text{KT} + \text{PNO})$$

onde:

ROE = taxa de retorno sobre o capital próprio (KP)

ROA = taxa de retorno sobre o ativo total, que é financiado por capital próprio, capital de terceiros e passivo não oneroso.

KT = capital de terceiros

PNO = passivo não oneroso

$(\text{KT} + \text{PNO}) / \text{KP}$ = leverage do exigível total

DF = despesas financeiras líquidas do imposto de renda.

A taxa de retorno sobre o ativo total (ROA) pode ser decomposta de várias formas visando identificar os fatores que determinam sua variação. Um modo simples envolve a consideração de apenas dois componentes:

$$(2) \text{ ROA} = \text{M} / \text{AT} = \text{M} / \text{ROL} \cdot \text{ROL} / \text{AT}$$

Onde:

M = margem líquida = EBI¹⁹ = resultado da atividade operacional antes da despesa financeira, depois do resultado líquido do imposto de renda²⁰; é equivalente à soma do lucro líquido com as despesas financeiras líquidas do imposto de renda;

AT = Ativo total

ROL = Receita operacional líquida

M/ROL = margem líquida sobre a receita operacional líquida

ROL/AT = giro do ativo: receita operacional líquida sobre ativo total

¹⁹ EBI = earnings before interest

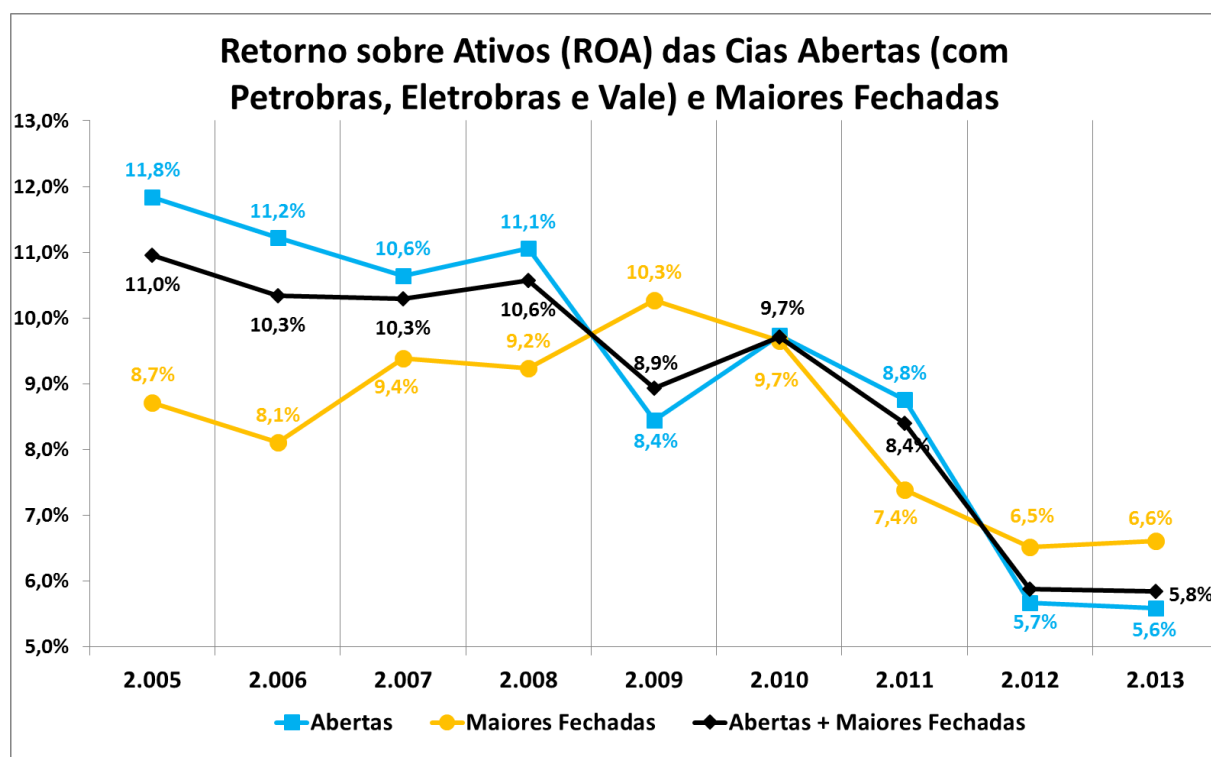
²⁰ O resultado líquido do imposto de renda é a diferença entre o imposto a pagar calculado sobre o lucro e a compensação tributária pela dedução das despesas financeiras da base tributável; é igual à soma do lucro líquido com despesas financeiras líquidas do efeito fiscal; por simplicidade, a tributação referida aqui como imposto de renda inclui imposto de renda propriamente dito e a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL).

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

A análise da taxa de retorno sobre o ativo total (ROA) permite examinar com mais detalhe os fatores que determinam a geração dos resultados operacionais, decompondo sua variação nos componentes da margem e do giro do ativo. No **Gráfico 16** é possível observar a evolução do ROA calculado com base na consolidação dos balanços de todas as empresas consideradas na amostra no período de 2005 a 2013.

GRÁFICO 16



Fonte: Economática para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

Os números absolutos do ROA são inferiores às taxas de retorno sobre os capitais investidos (ROIC), de vez que a margem líquida nesse caso é calculada sobre o ativo total²¹ mas as tendências são as mesmas. No agregado das empresas, da mesma forma que no caso do ROIC, as taxas de retorno sobre ativos totais apresentam alguma tendência negativa entre 2005 e 2010, em função do desempenho das companhias abertas, mas se reduzem fortemente daí por diante tanto nas abertas quanto nas fechadas. O indicador se

²¹ A diferença é que no ROA tomamos o ativo total, equivalente à soma de capital próprio, capital de terceiros e passivo não oneroso. No ROIC tomamos apenas a soma de capital próprio e capital de terceiros.

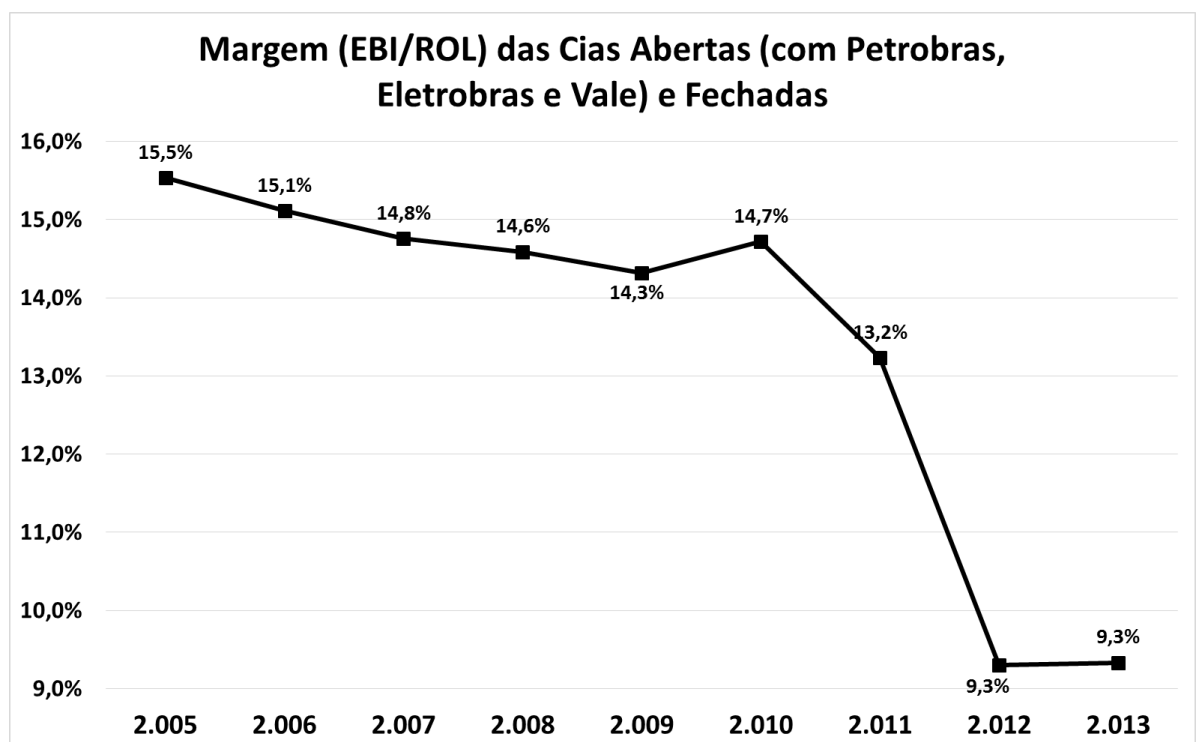
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

reduz a apenas 5,85% na média de 2012/2013, número que se compara com 9,7% a.a. em 2010 e com a média de 10,3%a.a. de 2005 a 2009.

Os resultados da análise do ROA, tem por referencia o valor do ativo total, cuja mensuração foi afetada pela adoção novo padrão de contabilidade (IFRS), a partir de 2009. Com o objetivo de avaliar em que medida essa mudança poderia ter afetado os resultados dessa análise, foi realizada um exame mais detalhado da questão, cujos pontos principais são relatados no **Anexo 03**. Não há razões para acreditar que as principais conclusões extraídas deste trabalho sejam comprometidas pelos ajustes decorrentes da adoção do IFRS, também porque no período em foco, de 2010 a 2013, os dados já refletem de modo consistente o novo padrão contábil. . :

A decomposição do ROA no produto de margem por giro de ativos permite identificar os fatores responsáveis por esses resultados. **O Gráfico 17** mostra a evolução da margem líquida (M) sobre receitas operacionais líquidas (ROL), apurada com base nos balanços das empresas da amostra.

GRÁFICO 17



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

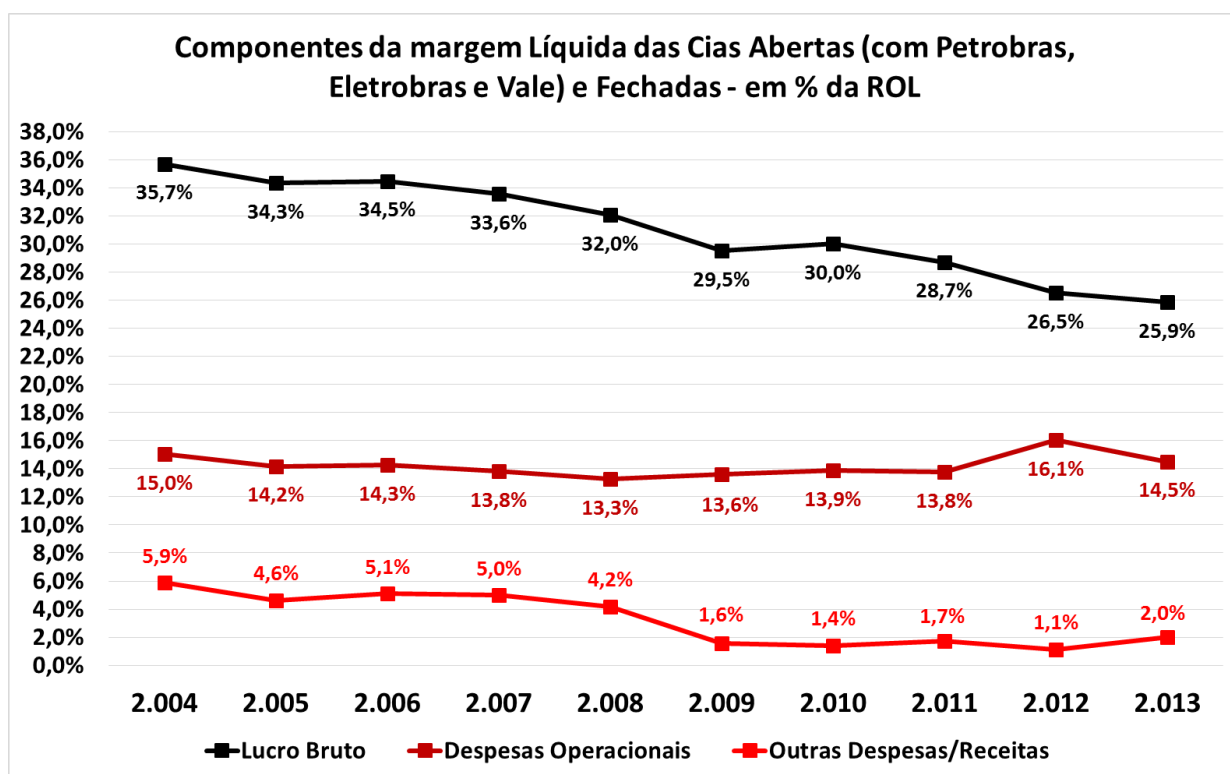
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Novamente verifica-se a ocorrência de tendências semelhantes aos demais indicadores analisados. Depois de apresentar leve tendência de queda entre 2005 e 2010, de 15,5% para 14,7% da ROL, o percentual de margem líquida cai acentuadamente 5,4 p.p., para apenas 9,3% em 2012 e 2013.

A margem líquida sobre ROL resulta da diferença entre o coeficiente de lucro bruto e os coeficientes de despesas totais líquidas, obtidas com a soma de despesas operacionais, resultados não operacionais e receitas financeiras, ajustados pelo efeito do imposto de renda e da contribuição social. O comportamento desses indicadores é observado no **Gráfico 18**.

GRÁFICO 18

LUCRO BRUTO/RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (%)



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

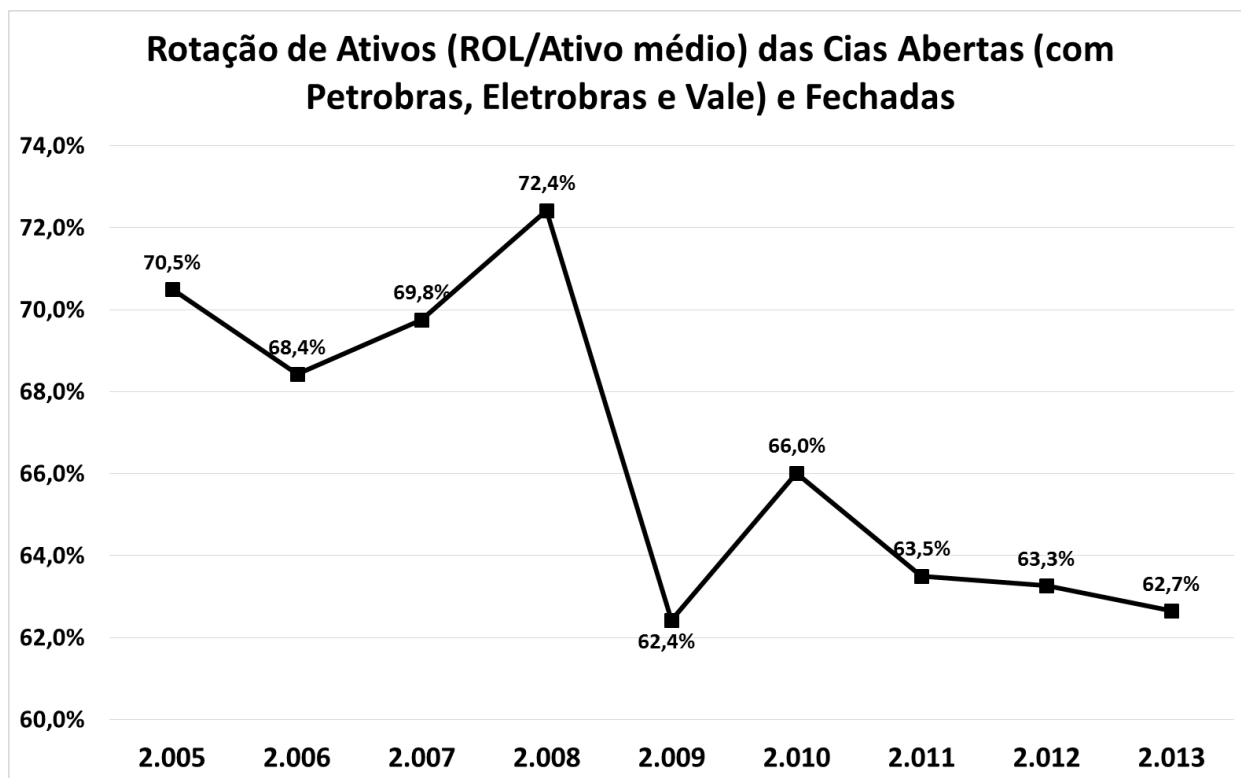
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Fica evidenciado que o principal componente da redução da margem líquida entre 2010 e 2013 é a queda de lucro bruto, de 4,1p.p. (de 30,0% para 25,9%) ²².

O outro componente da taxa de retorno sobre ativos (ROA) é o giro do ativo (ROL/AT), cujo comportamento pode ser observado no **Gráfico 19**.

GRÁFICO 19



Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

A observação do comportamento do giro do ativo sugere a existência de dois padrões, eventualmente gerados por reavaliação de ativos, como resultado da adoção do novo padrão de contabilidade IFRS), que se reflete nos dados a partir de 2010²³. Excluindo-se o ano de 2009, especialmente afetado pela crise, verifica-se que o giro do ativo se reduz da média de 0,703 do período de 2005/2008 para 0,639 no período de 2010/2013. É bem possível que essa redução, da ordem de 9%, possa ser atribuída à reavaliação de ativos

²² Note-se que a elevação pontual do saldo de despesas operacionais de 13,8% para 16,1% de 2011 para 2012 resulta do impacto de políticas públicas sobre os resultados das empresas de energia, evidenciado nas contas da Eletrobras, e de evento não recorrente no caso da Vale.

²³ V. anexo ... que apresenta uma avaliação dos impactos do IFRS sobre os balanços das empresas da amostra

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

realizada em função da adoção do novo padrão contábil, De qualquer forma, pode-se constatar uma leve tendência de queda do giro entre 2010 ((0,660) e 2013 (0,627), já apurada sob o novo padrão contábil, contribuindo também para a redução do ROA.

O peso relativo de cada componente na queda do ROA entre 2010 e 2013 pode ser melhor avaliado na **Tabela 10**.

TABELA 10
COMPONENTES DA QUEDA DO RETORNO SOBRE ATIVOS (ROA)
(%)

VARIÁVEL	2010	2013	2013-2010
MARGEM/ROL	14,7	9,3	(-) 5,4
Lucro bruto/ROL	30,0	25,9	(-) 4,1
Despesa operacional e outros resultados	15,3	16,6	(-) 1,3
GIRO (ROL/AT)	0,660	0,627	(-) 0,033
ROA – Retorno sobre ativos	9,7%	5,8%	(-) 3,9

Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

As principais observações são as seguintes:

- a. A queda do coeficiente de lucro bruto responde por cerca de 70% da redução da taxa de retorno sobre ativo total (ROA)**
 - i. a redução do coeficiente de lucro bruto de 4,1 pontos percentuais (de 30,0% para 25,9%) responde por 76% da redução da margem líquida (-5,4 p.p.) entre os dois períodos;
 - ii. mesmo que em 2013 todos os demais componentes tivessem mantido os valores assumidos em 2010, com a queda do lucro bruto de 30,0% para 25,9%, a margem se reduziria para 10,6% e ROA teria caído para 7,0%, com redução de 2,7%p.p. do valor observado em 2010 (9,7%) , o que representa cerca de 70% da perda total (3,9%);

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

iii.. O outro componente da margem líquida (despesas operacionais e outros resultados) responde por cerca de 25% da queda do ROA, cabendo {à redução do giro os 5%.restantes.

b. A queda continuada da margem de lucro bruto mostra que o custo de produção tem crescido em velocidade maior que os preços de venda no período analisado.

Os coeficientes de lucro bruto mantem uma continuada e significativa queda em todo o período de 2005 a 2013, de 34,3% para 25,9%, com pequena interrupção em 2010, quando da forte recuperação da economia; de 2010 a 2013 essa tendência negativa persiste, em que o citado coeficiente se reduz de 30,0% para 25,9%. Em síntese, nesse período, os números sugerem que as empresas não têm repassado os aumentos de custos integralmente aos preços de venda.

Mais adiante são examinadas algumas hipóteses sobre os fatores que podem ter atuado para comprimir as margens de lucro bruto nesse período.

5 Alguns fatores da queda de margens: produtividade, salários e câmbio

A análise feita a partir dos balanços consolidados de companhias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras mostrou que o principal componente de redução do lucro líquido e da poupança dessas empresas é a redução da margem de lucro bruto, ou seja, da diferença de variação entre custos de produção e preços de venda nos últimos anos. O objetivo desta parte é buscar identificar alguns dos fatores responsáveis por esse desempenho.

Uma hipótese corrente para explicar parte das dificuldades enfrentadas pela indústria de transformação nos últimos anos é a de que os salários reais têm crescido mais que a produtividade, elevando assim o custo unitário do trabalho. Uma das razões da redução da margem de lucro bruto seria a dificuldade da indústria repassar esse aumento de custos para os preços de venda, face à competição os produtos importados. Trata-se da valorização da taxa real de câmbio, à medida que os preços dos bens não comercializáveis

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

(non tradable) e, em particular os custos salariais, crescem em relação aos preços dos bens comercializáveis (tradable).

A Tabela 11 apresenta a evolução do custo unitário do trabalho, obtida a partir da relação entre o salário médio real deflacionado pelo IPCA e a produtividade média, no setor industrial . Estima-se que o custo unitário do trabalho teria subido quase 19% em termos reais entre 2004 e 2013.

TABELA 11
Custo Unitário do Trabalho na Indústria de Transformação²⁴

ANOS	Salário Médio Real	Produtividade (emprego)	Custo Unitário do Trabalho
2004	100,00	100,00	100,00
2005	102,51	102,45	100,08
2006	104,56	105,16	99,44
2007	108,58	109,13	99,49
2008	113,60	104,11	109,50
2009	115,96	113,15	102,50
2010	120,44	113,38	106,24
2011	125,56	111,03	113,12
2012	131,83	114,92	114,75
2013	135,76	114,23	118,85

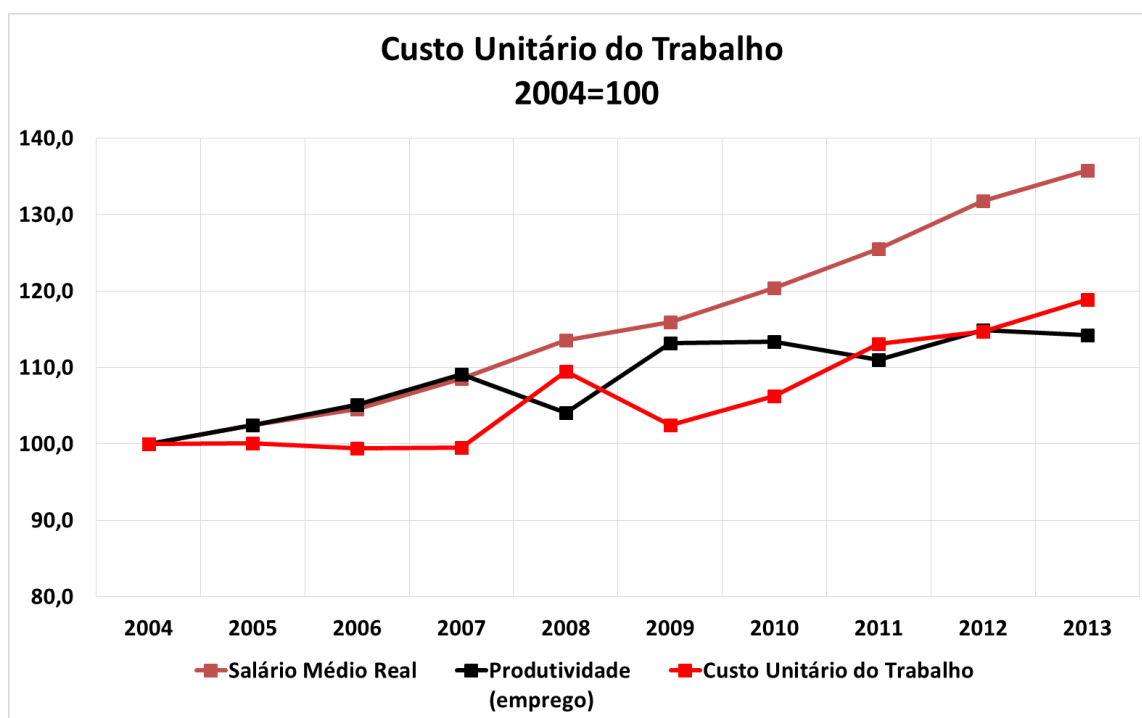
Fonte dos dados básicos: IBGE. Elaboração : A.C.Pastore e Associados

O **Gráfico 20** permite destacar a observação de que quase 2/3 do crescimento do custo unitário do trabalho se dá no período de 2010 a 2013, elevando-se em 11,9% (de 106,24 para 118,85), período que coincide com a forte redução da rentabilidade das empresas industriais.

²⁴ Agradecemos a gentileza do Prof. Affonso Celso Pastore pelo fornecimento desses dados.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

GRÁFICO 20

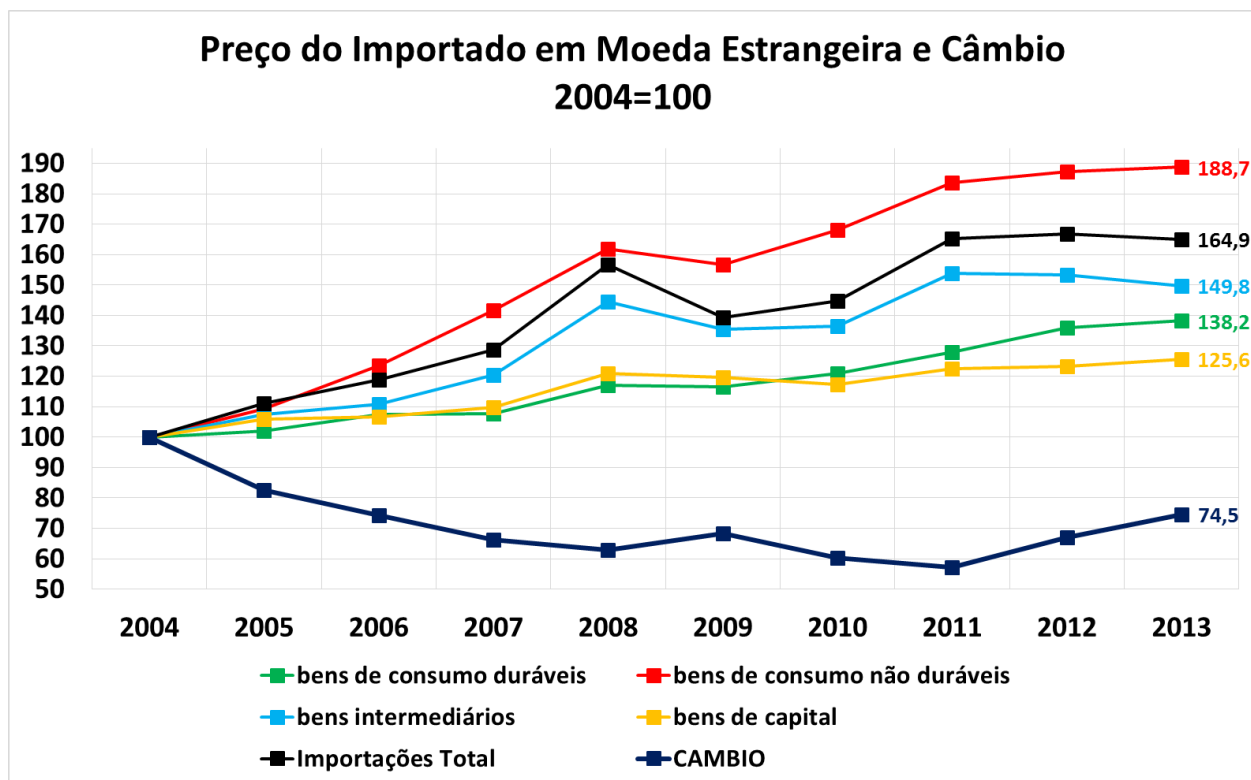


Fonte: Economatica para Abertas e Maiores e Melhores Exame para Fechadas

Resta verificar como se compara a evolução do custo unitário do trabalho com os preços dos produtos importados. Essa comparação é importante porque o preço dos produtos importados estabelece um limite superior à evolução dos preços dos produtos produzidos internamente, podendo restringir portanto a capacidade das empresas repassarem esse aumento de custos aos preços de venda. No **Gráfico 21** observa-se dois componentes básicos na formação do preço dos produtos importados, representados pelos índices de preços em moeda estrangeira por categorias de uso e pela taxa de câmbio de 2004 a 2013. É importante lembrar que não estão sendo considerados nesses índices os efeitos de mudanças de tarifas e outros instrumentos de proteção não tarifária que também interferem na formação de preços dos produtos importados.

GRÁFICO 21

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS



Fonte: FUNCEX, BACEN- Elaboração CEMEC

Verifica-se que no período examinado os preços em moeda estrangeira dos bens de todas as categorias de uso apresentam crescimento continuado, exceto por alguma redução pontual em 2009, com destaque para os bens de consumo não durável. Entretanto, o preço em moeda nacional dessas categorias de bens tem crescimento atenuado ou mesmo revertido face à queda da taxa de câmbio nominal. Por exemplo, entre 2004 e 2013 o índice de preços dos bens de capital importados em moeda estrangeira cresce 25,6%, enquanto o índice de preços em reais se reduz em 6,4% face à redução da taxa de câmbio²⁵

No **Gráfico 22** é feita a comparação entre os índices de preços de produtos importados por categorias de uso e os índices do custo unitário do trabalho, ambos em reais nominais ²⁶. É relevante notar que está sendo utilizado um único índice do custo unitário do trabalho estimado para a indústria como um todo. Na medida em que tenha havido diferenças

²⁵ Uma análise mais detalhada de fatores que possam ter influenciado também os resultados das empresas de vários setores deve levar em conta também a evolução dos preços relativos de insumos e produtos; por exemplo, nesse nível de agregação, verifica-se que os setores produtores de bens de capital e de consumo durável se defrontaram com o aumento mais que proporcional dos preços internacionais de bens intermediários, que podem compor sua estrutura de custos.

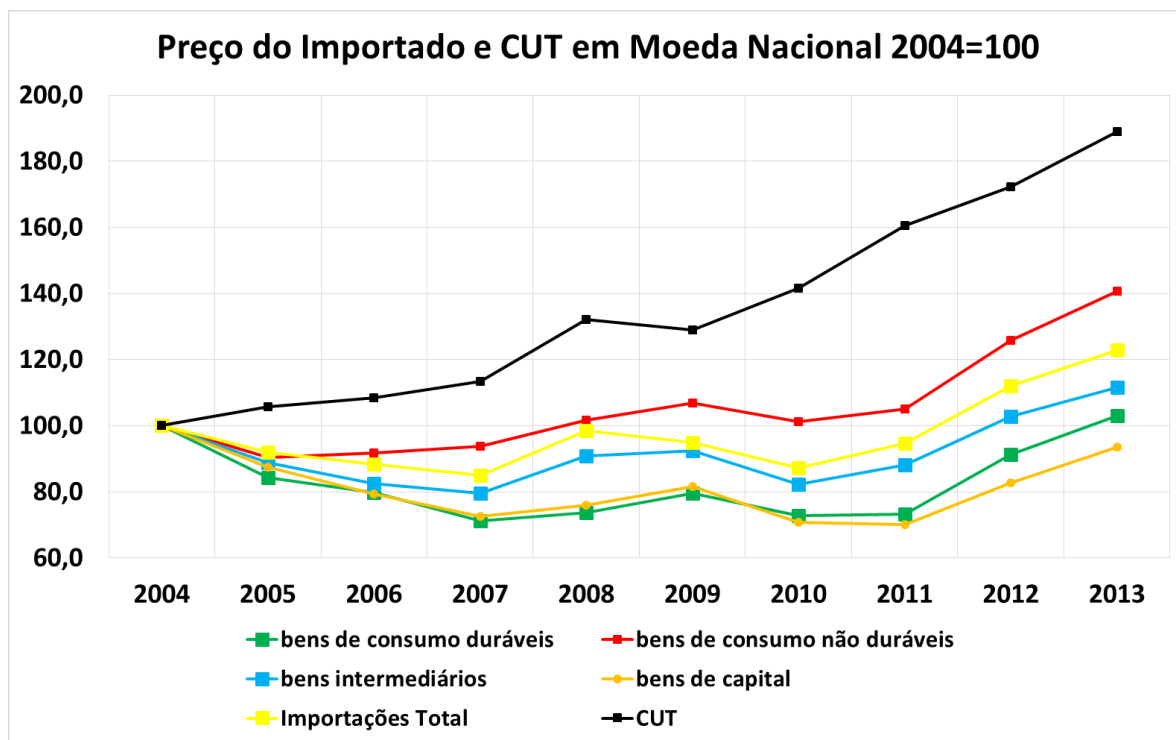
²⁶ Os índices de preços dos produtos importados em reais foram obtidos mediante o produto dos índices de preços em moeda estrangeira pelo índice da taxa de câmbio do dólar norte americano, ambos com base em 2004 = 100.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

significativas de evolução de produtividade e salário médio entre gêneros industriais, esses indicadores podem não refletir as condições de cada setor industrial considerado nessa análise.

GRÁFICO 22



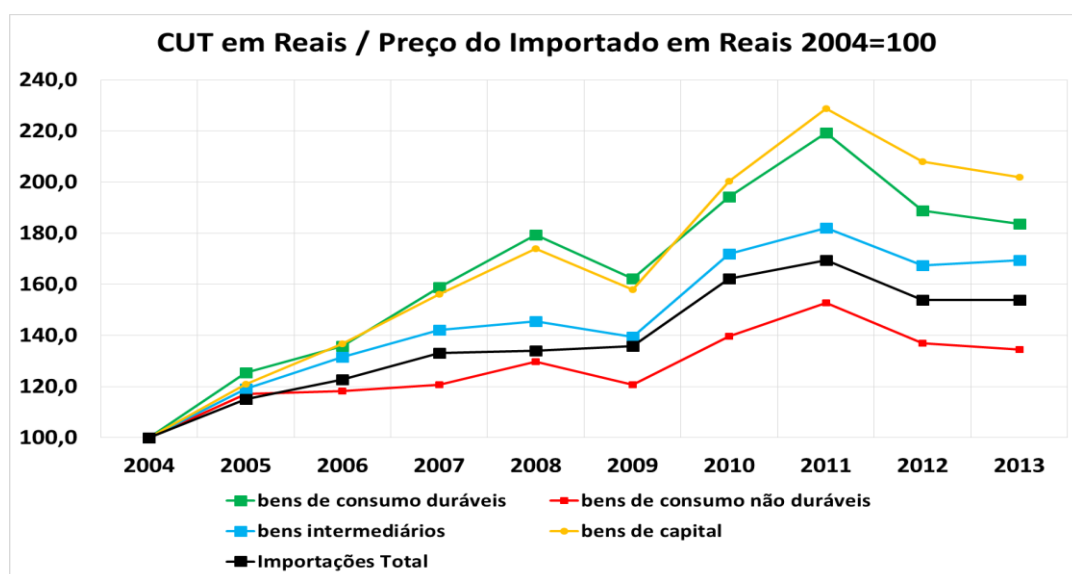
Fonte: FUNCEX, BACEN- Elaboração CEMEC

Verifica-se que o crescimento do índice do custo unitário do trabalho²⁷ supera por larga margem os índices de preços de produtos industriais importados, tanto para as importações totais quanto para os produtos de todas as categorias de uso consideradas. Por sua vez, nota-se que a diferença de crescimento de preços é especialmente significativa no caso de bens de capital, bens de consumo durável e bens intermediários. Essas diferenças são observadas com maior facilidade no **Gráfico 29**, em que é apresentada o quociente entre o índice do custo unitário do trabalho e o índice de preços dos produtos importados de cada categoria.

²⁷ Uma análise mais precisa exige a construção de índices de custo unitário do trabalho para cada uma das categorias de uso dos setores considerados, além de levar em conta eventuais ajustes de tarifas e outros instrumentos de proteção que ocorreram no período analisado.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

GRÁFICO 23



Fonte: FUNCEX, BACEN- Elaboração CEMEC

É possível verificar que depois de atingir um máximo em 2011, esses índices já apresentam alguma queda até 2013. Mesmo assim, nos setores de bens de capital e bens de consumo durável, o custo unitário do trabalho teria quase dobrado em relação aos preços dos importados. A categoria de bens de consumo não durável teria sido a menos prejudicada.

Na **Tabela 12** busca-se verificar em que medida existe alguma correlação entre o quociente dos índices de custo unitário do trabalho e preços de produtos importados e a variação de lucro líquido nos setores industriais em que foi possível gerar esses dados. A expectativa é a de que se observe redução de lucros nos setores em que o custo unitário do trabalho elevou-se mais intensamente em relação aos preços de venda dos produtos importados concorrentes.

TABELA 12

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

**PREÇOS DE PRODUTOS IMPORTADOS, CUSTO UNITÁRIO DO
 TRABALHO E VARIAÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO
 ALGUNS SETORES INDUSTRIAIS – 2010-2013**

SETORES CNAE 2.0	PREÇO Importado em moeda estrangeira	PREÇO CÂMBIO US\$/R\$	PREÇO Importado em Reais	CUT Nominal	CUT/ Preço Importado	VAR. LUCRO LÍQUIDO
Informática, eletrônicos e ótica	90,7	123,6	112,2	133,6	119,1	-148,5%
Celulose e papel	101,2	123,6	125,1	133,6	106,7	-109,6%
Metalurgia	102,5	123,6	126,7	133,6	105,4	-64,8%
Máquinas e equipamentos	102,8	123,6	127,0	133,6	105,2	-30,1%
Máquinas e aparelhos elétricos	102,8	123,6	127,1	133,6	105,1	-16,2%
Produtos de metal	103,1	123,6	127,5	133,6	104,8	-34,4%
Produtos de minerais não-metálicos	103,7	123,6	128,2	133,6	104,2	-27,5%
Indústrias Diversas	105,8	123,6	130,8	133,6	102,1	-56,8%
Farmoquímicos e Farmacêuticos	109,4	123,6	135,2	133,6	98,8	9,0%
Borracha e plástico	109,5	123,6	135,4	133,6	98,7	-31,3%
Veículos automotores	109,5	123,6	135,4	133,6	98,7	-54,9%
Produtos alimentícios	110,1	123,6	136,1	133,6	98,1	67,6%
Produtos químicos	112,3	123,6	138,8	133,6	96,2	86,8%
Produtos têxteis	114,0	123,6	141,0	133,6	94,8	-52,8%
Produtos de Madeira	115,0	123,6	142,1	133,6	94,0	0,6%
Artigos de vestuário e acessórios	115,7	123,6	143,0	133,6	93,4	32,1%
Ind. Bebidas	119,9	123,6	148,3	133,6	90,1	54,7%
Produtos do Fumo	124,7	123,6	154,1	133,6	86,7	17,8%
Derivados Petróleo	129,3	123,6	159,8	133,6	83,6	-36,7%
Produtos do Couro	129,6	123,6	160,2	133,6	83,4	-6,2%

Fonte: FUNCEX, BACEN, Economica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

Apesar da utilização de um único índice para o custo unitário do trabalho, construído para o total da indústria, verifica-se a existência de um índice de correlação negativo de (-) 0,59 entre a variação do indicador CUT/preço dos produtos importados e o comportamento do lucro líquido no período. Em **todos os setores** em que a variação do custo unitário do trabalho superou a variação de preços dos produtos importados (índices > 100 na penúltima coluna) houve redução do lucro líquido. Nos 12 setores em que os preços dos produtos importados subiram mais que o custo unitário do trabalho em moeda nacional, mais da metade (7) apresentam variação positiva de lucros.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

6 Queda de rentabilidade e de geração de recursos próprios reduzem investimentos e aumentam proporção de dívida no seu financiamento

Os resultados deste trabalho sugerem que a queda de rentabilidade das empresas não financeiras ocorrida nos últimos anos pode ser um dos fatores relevantes na formação de expectativas negativas dos empresários e na inibição dos investimentos. Nesta parte busca-se examinar em mais detalhe a correlação entre essa queda de rentabilidade e a redução de investimentos.

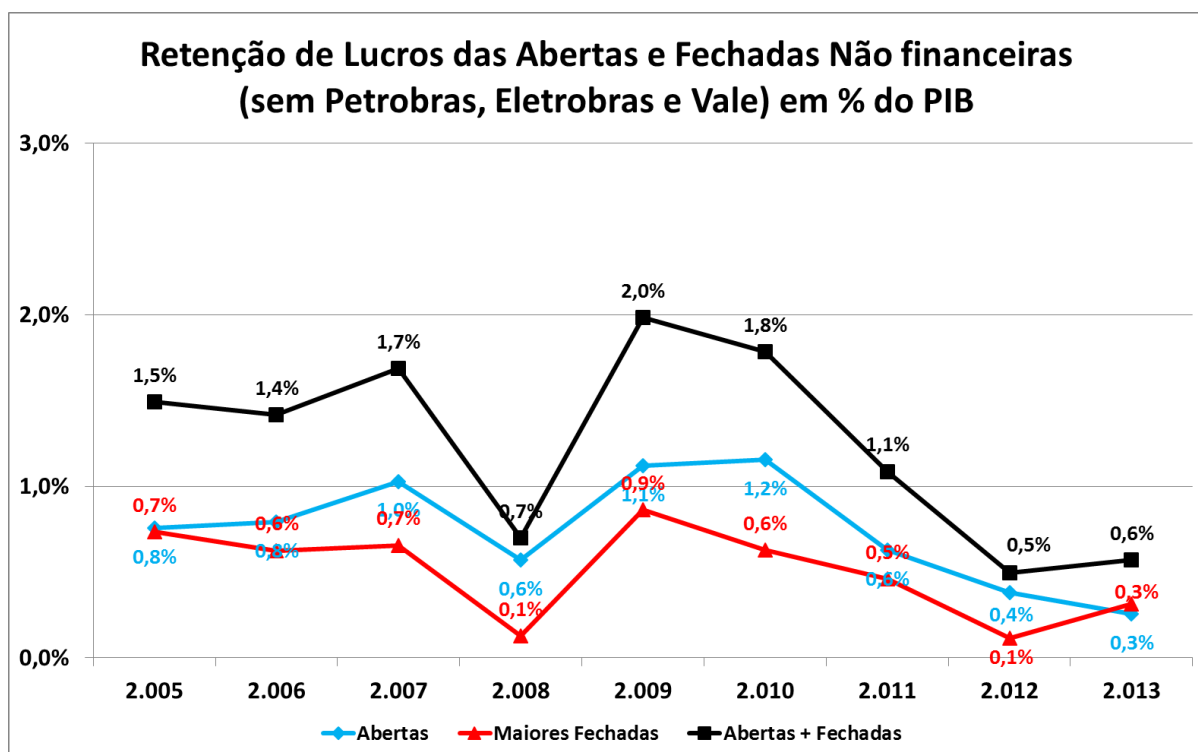
Levando em conta o tamanho e os fatores específicos que tem afetado os resultados de Petrobras, Eletrobras e Vale, serão utilizados nesta parte os resultados obtidos para a amostra de empresas não financeiras com a exclusão dessas companhias. Entre os indicadores mais relacionados com as decisões de investir, pode-se- destacar a geração de poupança das empresas, na forma de lucros retidos, a taxa de retorno sobre os capitais investidos em relação ao custo financeiro médio da dívida e a taxa de retorno do capital próprio. .

6.5 Redução da geração de recursos próprios: retenção de lucros

Entre 2012/2013 o volume de lucros retidos das maiores empresas não financeiras abertas e fechadas se reduz para apenas 0,55% do PIB, nível equivalente a 1/3 do observado em 2010 (1,8%) **(Gráfico 24)**.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

GRÁFICO 24



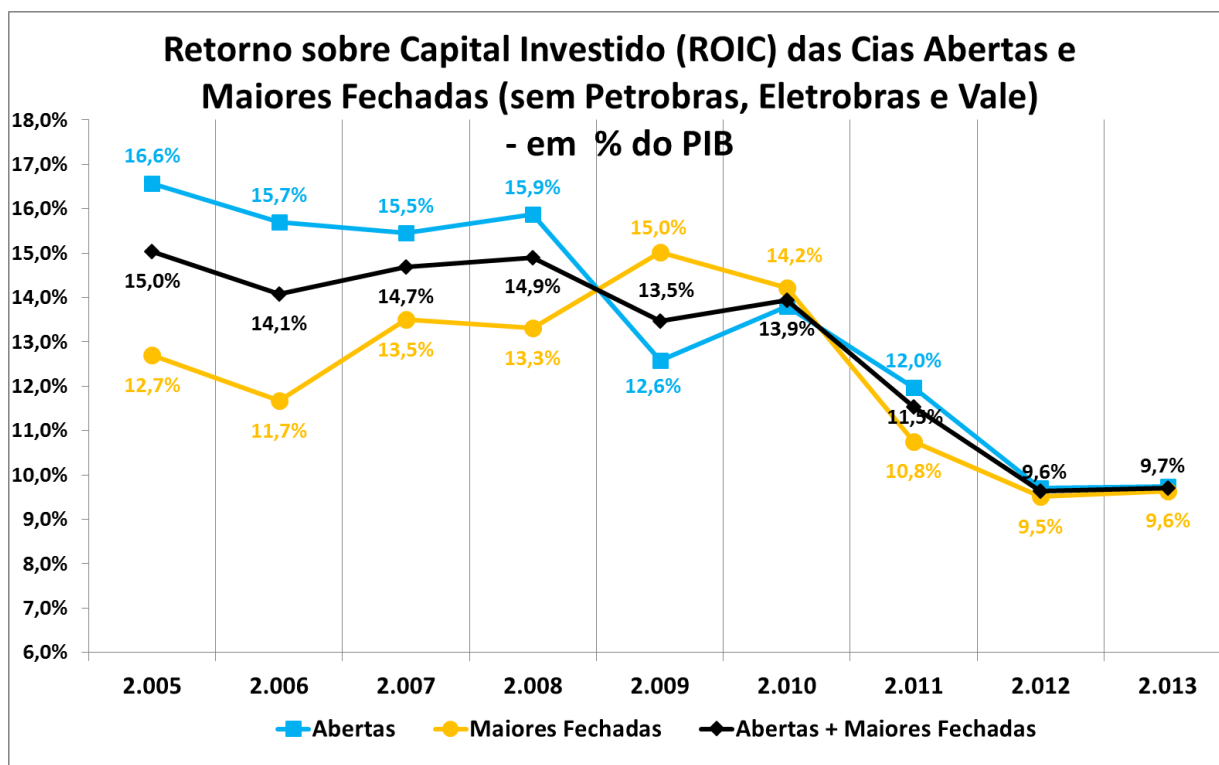
Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

6.6 Em 2012/2013 a taxa de retorno do capital investido cai abaixo do custo financeiro da dívida

Nos anos de 2012 e 2013 a queda das margens operacionais levou à redução da taxa média de retorno do capital investido (ROIC) dessa amostra das maiores empresas não financeiras dos pais, como evidenciado no **Gráfico 25**.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

GRÁFICO 25

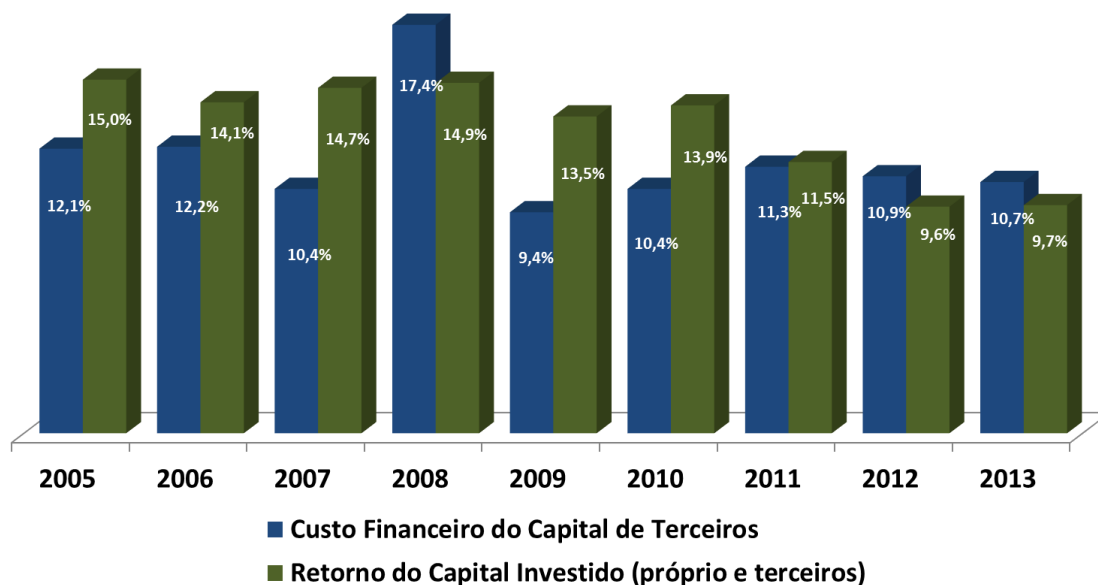


Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

A taxa de retorno do capital investido (ROIC) na média desses dois anos reduziu-se para 9,65%a.a., e pela primeira vez desde 2005 situou-se abaixo do custo financeiro médio líquido de impostos, (10,8%), como se vê no **Gráfico 26**.

GRÁFICO 26

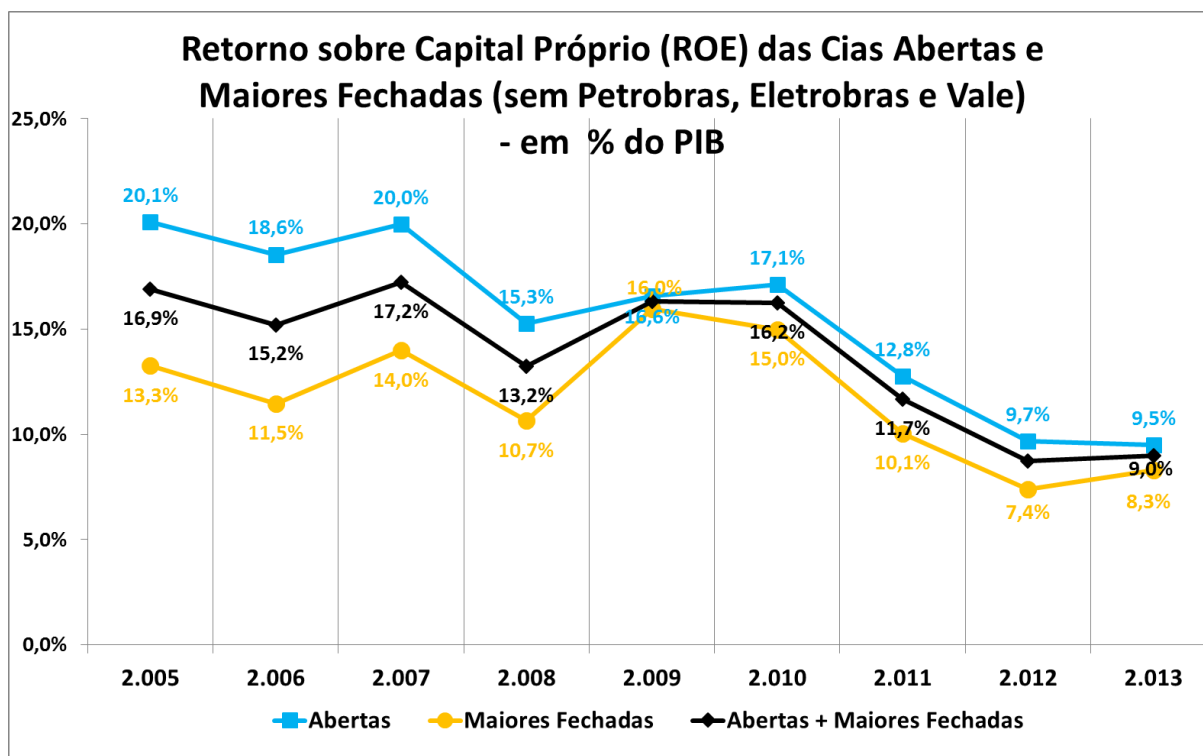
Retorno do Capital Investido e Custo Financeiro de Dívida
(sem Petrobrás, Eletrobras e Vale)



Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

Fica evidenciado que esse resultado não decorre da elevação do custo financeiro em 2012/2013, que coincide praticamente com a média de 2010/2013 de 10,85%a.a , mas da acentuada queda de ROIC. Nessas condições, a rentabilidade do capital próprio (ROE) teve queda ainda mais acentuada, de 16,2% para 9,0%a.a. nesse período, em função do impacto negativo da alavancagem, como indicado no **Gráfico 27**.

GRÁFICO 27



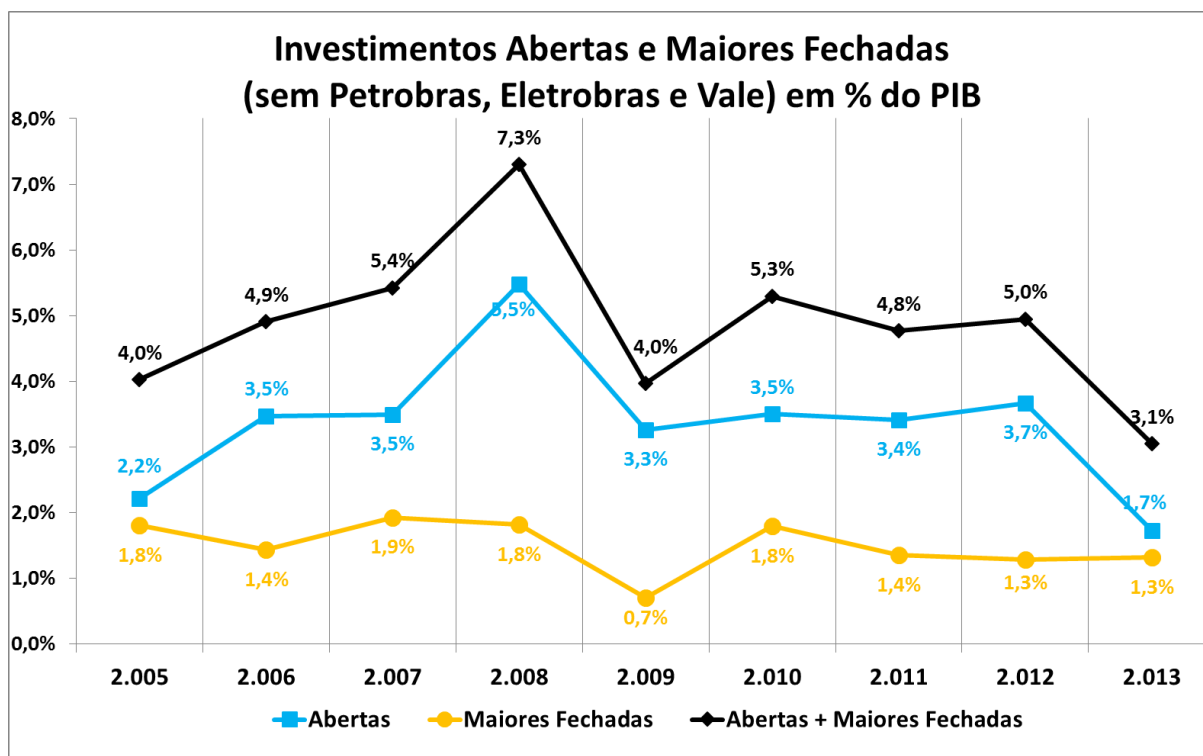
Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

6.7 Empresas reduzem investimentos e aumentam endividamento

Nas empresas de capital fechado, observa-se queda de investimentos a partir de 2011. Nas companhias abertas, a taxa de investimentos em relação ao PIB ainda se mantém com discreta elevação até 2012, para cair a menos da metade em 2013. O agregado da amostra tem comportamento análogo ao das companhias abertas. **(Gráfico 28).**

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

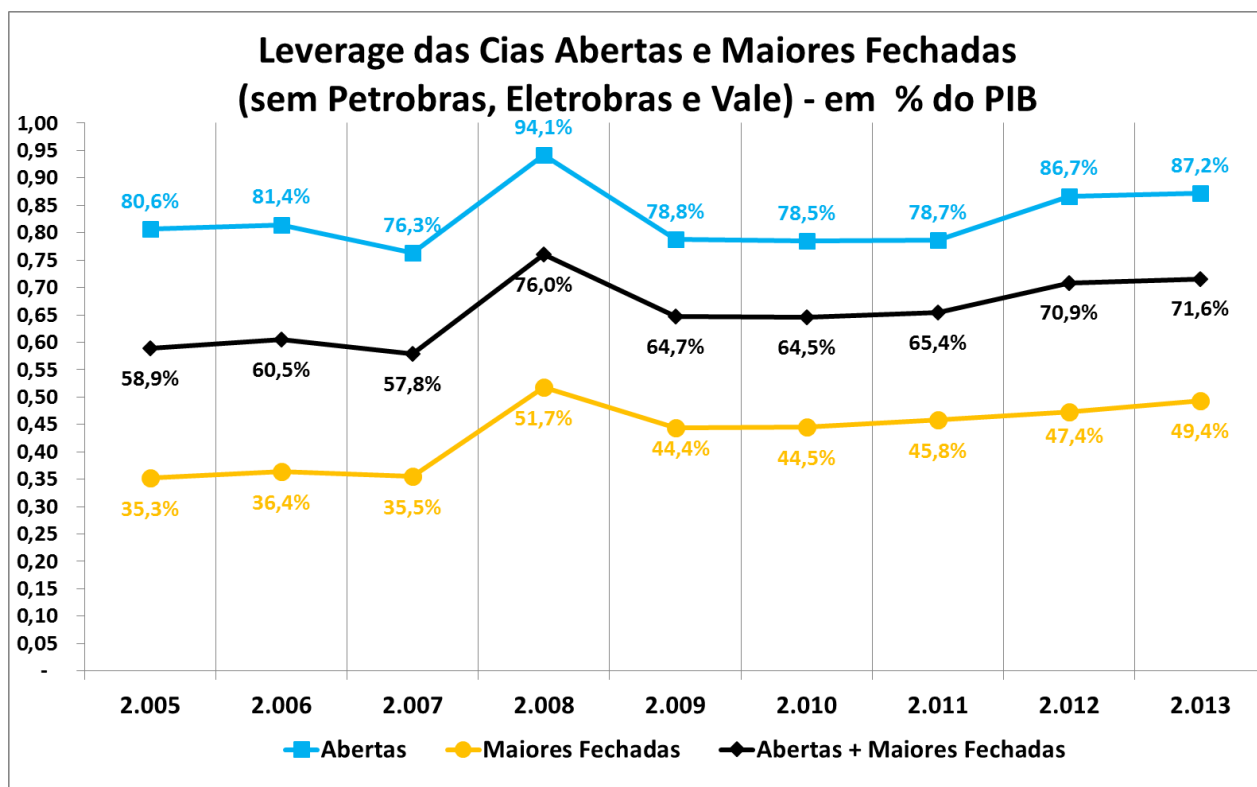
GRÁFICO 28



Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

Dado que a redução dos lucros retidos foi mais intensa que a queda dos investimentos, os indicadores de leverage sugerem que as empresas passam a utilizar maior proporção de dívida para o financiamento de seus investimentos (**Gráfico 29**). Verifica-se elevação dos índices de endividamento financeiro entre 2010 e 2013 tanto nas companhias abertas como nas maiores fechadas.

GRÁFICO 29



Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

6.8 Impacto da queda de resultados sobre os investimentos

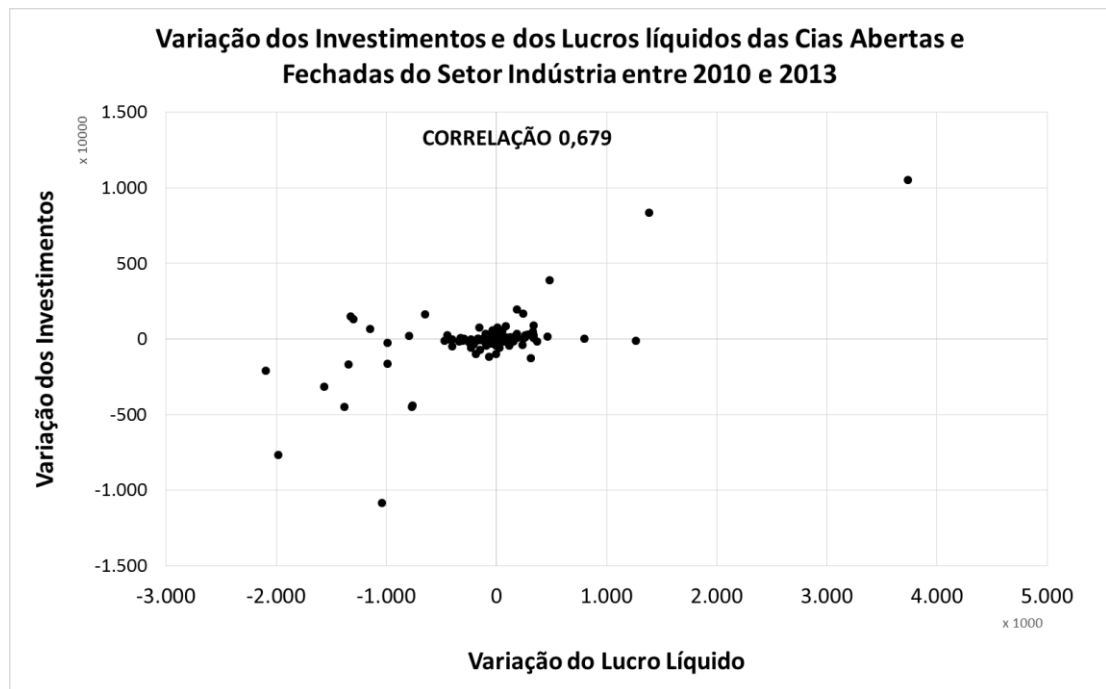
É importante verificar a relevância desses resultados para explicar a redução dos investimentos. As decisões de investir são determinadas principalmente pela expectativa de rentabilidade futura, formuladas a partir de projeções de demanda, preços e custos, ponderadas pelo risco e não somente pelos resultados correntes. Entretanto, especialmente nas atuais circunstâncias, em que as expectativas de crescimento da economia e da demanda têm se reduzido, é razoável supor que a tendência de queda de lucros e seu impacto sobre a geração de recursos próprios ao lado da geração de taxas de retorno em média inferiores ao custo da dívida financeira devem ter peso não desprezível na decisão de investir.

Apesar da existência de vários outros fatores relevantes na decisão de investir, verifica-se uma correlação positiva (+0,679) e estatisticamente significativa entre variação de lucro

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

líquido e variação de investimentos nas empresas da amostra entre 2010 e 2013, como evidenciado no **Gráfico 30**.

GRÁFICO 30



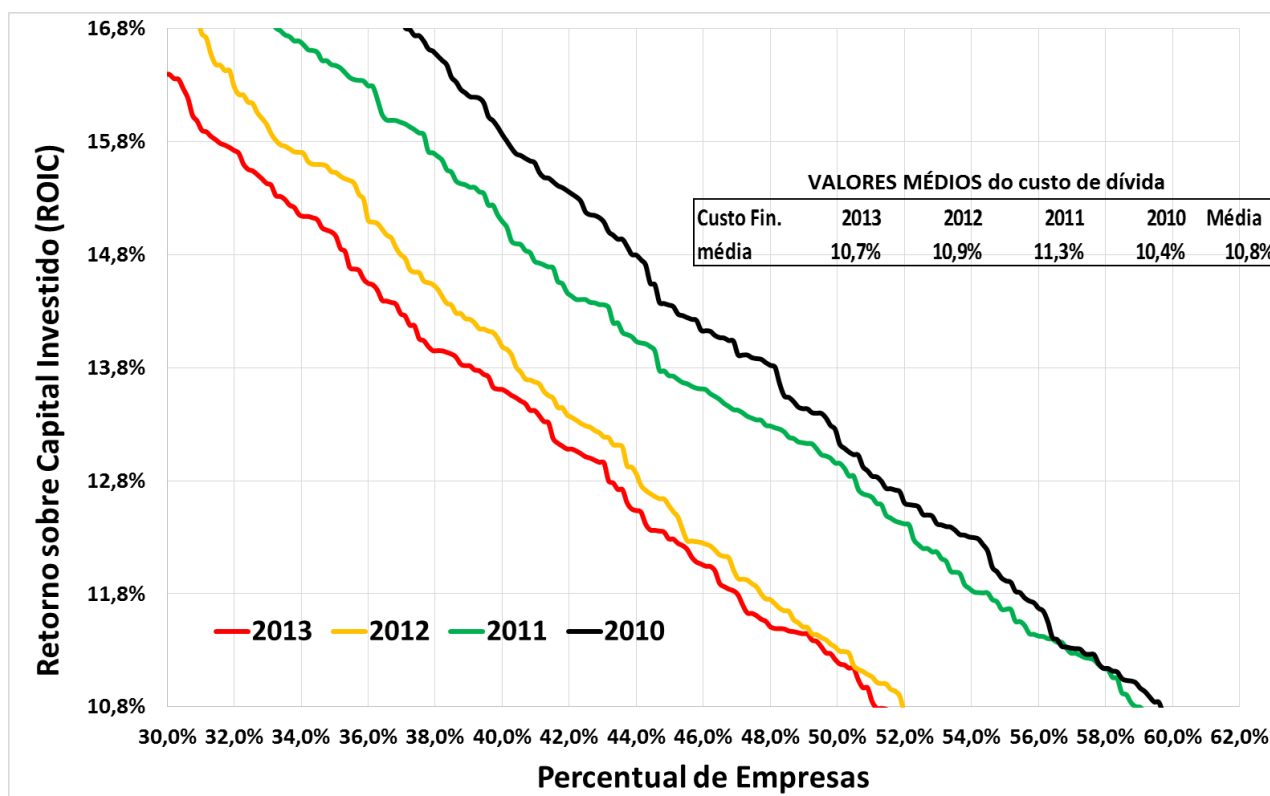
Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

Levando em conta a existência de diferenças significativas de desempenho entre empresas, o **Gráfico 31** apresenta uma forma enxergar o impacto de uma redução da taxa de retorno do capital investido (ROIC) em relação ao custo médio do exigível financeiro, nas empresas dessa amostra. Cada ponto das curvas referentes a cada ano entre 2010 e 2013 mostra a porcentagem das empresas da amostra indicada no eixo horizontal, que apresenta taxa de retorno maior que a indicada no eixo vertical. A taxa de custo financeiro utilizada nesse gráfico corresponde à média observada nas empresas da amostra no período de 2010 a 2013, levando em conta sua relativa estabilidade nesse período, apurada a partir dos balanços consolidados das empresas da amostra.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

GRÁFICO 31

**Retorno do Capital Investido (ROIC) por empresa da amostra de
Companhias Abertas e Maiores Fechadas e custos de capital – 2010 a 2013**
Exceto Petrobras, Eletrobras e Vale



Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

O deslocamento das curvas da direita para a esquerda entre 2010 e 2013 indica a redução de rentabilidade sobre capital investido observada no conjunto das empresas da amostra. Verifica-se que nos últimos quatro anos uma proporção cada vez menor das empresas apresenta uma taxa de retorno do capital investido (ROIC) maior que o custo médio do exigível financeiro líquido do imposto de renda. Assim, em 2010, estima-se que 60% das empresas apresentava ROIC > 10,8%a.a., enquanto que essa porcentagem cai para 51% em 2013 ou seja, apenas metade das empresas não financeiras da amostra conseguiram gerar taxa de retorno dos capitais investidos maior que o custo médio da dívida nesse último ano. Nas demais empresas, pelo menos parte das despesas com juros é coberta com a redução da rentabilidade do capital próprio, rentabilidade essa que nesse caso será inferior ao próprio custo da dívida. Por outro lado, se a taxa de retorno do capital investido (ROIC)

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

for um indicador relevante da taxa de retorno esperada do investimento, é evidente seu efeito negativo sobre a decisão de investir²⁸.

Em síntese, verifica-se nos últimos anos a queda da taxa de retorno ROIC reduziu a porcentagem de empresas com resultados favoráveis ao investimento. Nesse contexto, é razoável acreditar no impacto negativo desse quadro sobre a decisão de investir, o que no nível macro reduz ainda mais as expectativas de crescimento. Trata-se de um fator importante a ser considerado no esforço de entender as razões do baixo crescimento da economia brasileira nos últimos anos e identificar as ações eficazes para a retomada do crescimento.

²⁸ Dada a estrutura de capital, com determinada proporção de capital próprio e de dívida, a comparação relevante se dá entre o custo médio ponderado do capital (WACCC) e a taxa de retorno do capital investido (ROIC). O custo de capital próprio é maior que o capital de dívida líquido do IR. Estimativas do CEMEC sugerem que o custo médio ponderado do capital tenha sido da ordem de 14%a.a. em 2013. A valer essa estimativa, apenas 38% das empresas teriam gerado nesse ano taxa de retorno do capital investido igual ou maior que o custo médio ponderado do capital (ROIC>WACC).

7 Conclusões

As principais conclusões deste trabalho podem ser resumidas em alguns pontos:

- a) Com base nas estimativas feitas pelo CEMEC para o período posterior a 2010, a queda da taxa de poupança doméstica para o nível mais baixo dos últimos quinze anos nos 12 meses terminados em março de 2014 se deve essencialmente à redução da poupança das empresas; dados da consolidação de balanços de amostra de empresas não financeiras constituída das companhias abertas e das maiores empresas fechadas não financeiras mostra acentuada queda de lucros retidos entre 2010 e 2013 em função da redução do lucro líquido;
- b) Esse resultado não se altera substancialmente quando se excluem da base de dados Petrobras, Eletrobras e Vale; análise setorial mostra que os únicos setores com aumento de lucro entre 2010 e 2013 são a agropecuária e o comércio; quando foram ordenados os subsetores em ordem crescente de resultados, verificou-se que entre os que mais perderam há uma preponderância daqueles prejudicados por políticas públicas (ex. açúcar e etanol, serviços de eletricidade) e da indústria de transformação; entre os que tiveram aumento de lucro predominam a agropecuária, comércio e serviços.
- c) Constatou-se forte queda da taxa de retorno do capital próprio (ROE) no agregado da amostra entre 2010 e 2013, cujo principal componente foi a redução das margens geradas pela queda do coeficiente lucro bruto, dando continuidade a tendências já observadas desde 2005; assim, o principal fator de redução de lucros e da rentabilidade das empresas é a ocorrência de um crescimento de custos de produção de bens e serviços que empresas não conseguem repassar aos preços.
- d) Pelo menos na indústria, existem indicações de que um dos fatores de redução de margens é a elevação do custo unitário do trabalho, refletindo a elevação de salários reais acima do aumento da produtividade. A dificuldade de repasse desses aumentos do custo para os preços de venda fica evidenciada quando se leva em conta a limitação introduzida pelo comportamento dos preços dos produtos importados concorrentes dos produtos nacionais. De fato, verifica-se que

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

no período de 2004 a 2013, o custo unitário do trabalho cresce mais que o índice de preço dos produtos industriais importados e especialmente entre 2010 e 2014. Embora os preços de produtos industriais em moeda estrangeira tenham aumentado durante todo esse período, os preços em reais tiveram crescimento inferior ao do custo unitário do trabalho em função da redução da taxa de câmbio. Trata-se da valorização da taxa real de câmbio, que resulta da queda de preços relativos dos bens comercializáveis em relação aos não comercializáveis.

- e) No conjunto das empresas da amostra exclusive Petrobras, Eletrobras e Vale, após a queda observada nos últimos dois anos, a taxa média de retorno do capital investido (ROI) é inferior ao custo médio da dívida, o que se aplica também a cerca de 50% dessas empresas;
- f) Existem razões para acreditar que a forte redução da geração de recursos próprios e da rentabilidade do capital investido das maiores empresas não financeiras estejam entre os principais fatores para explicar a queda de seus investimentos ocorrida nos últimos anos. Os dados mostram correlação negativa entre variação de lucro líquido e comportamento dos investimentos. Verifica-se que entre 2010 e 2013 caiu de 60% para 51% a porcentagem de empresas com taxa de retorno sobre o capital investido superior ao custo médio da dívida. Essa porcentagem seria ainda menor se fosse considerado o custo médio ponderado do capital, que inclui também o custo do capital próprio. Trata-se de elementos importantes para entender as razões da queda de investimentos e o baixo crescimento da economia brasileira nos últimos anos e para identificar ações que permitam reverter esse quadro e criar condições para a retomada da economia brasileira. .

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

ANEXO 1 – Estimativas da Poupança e FBCF das Adm. Públicas e do Setor Privado

Período	Investi-mento	Poupan-ça Externa	Poupança bruta doméstica			Formação bruta de capital fixo			Variação de Estoques	Investi-mento Privado
			Total	Adm. Pública	Privada	Total	Adm. Públicas	Privado		
2000	18,25%	4,29%	13,96%	-3,46%	17,42%	16,80%	1,81%	14,99%	1,45%	16,44%
2001	18,03%	4,51%	13,52%	-4,84%	18,36%	17,03%	1,99%	15,04%	1,00%	16,04%
2002	16,20%	1,51%	14,69%	-4,48%	19,16%	16,39%	2,06%	14,32%	-0,19%	14,13%
2003	15,77%	-0,18%	15,95%	-3,53%	19,48%	15,28%	1,51%	13,77%	0,49%	14,26%
2004	17,12%	-1,36%	18,47%	-1,39%	19,86%	16,10%	1,72%	14,38%	1,02%	15,40%
2005	16,21%	-1,14%	17,35%	-1,26%	18,61%	15,94%	1,75%	14,19%	0,27%	14,46%
2006	16,76%	-0,84%	17,59%	-2,80%	20,39%	16,43%	2,04%	14,39%	0,32%	14,72%
2007	18,33%	0,25%	18,08%	-2,91%	20,99%	17,44%	2,10%	15,34%	0,89%	16,23%
2008	20,69%	1,92%	18,78%	-0,74%	19,52%	19,11%	2,45%	16,66%	1,58%	18,24%
2009	17,84%	1,93%	15,91%	-2,12%	18,03%	18,07%	2,57%	15,50%	-0,23%	15,27%
2010	20,24%	2,70%	17,54%	-1,63%	19,17%	19,46%	2,81%	16,65%	0,78%	17,43%
2011	19,73%	2,50%	17,23%	-1,52%	18,75%	19,28%	2,35%	16,93%	0,45%	17,38%
2012	17,52%	2,89%	14,64%	-1,27%	15,91%	18,17%	2,53%	15,64%	-0,65%	14,99%
2013	17,89%	4,08%	13,81%	-1,69%	15,50%	18,18%	2,44%	15,74%	-0,29%	15,45%



Contas Nacionais - IBGE

Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE

Projeção CEMEC

Observações:

Poupança Externa - De 2000 a 2013 Contas Nacionais IBGE.

Poupança Bruta Doméstica Total - De 2000 a 2013 Contas Nacionais IBGE.

Poupança Administração Pública - De 2000 a 2009 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas. Os anos de 2010 a 2013 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:

R2 = 65,7%	Coeficientes	Erro padrão	Stat t
Interseção	-0,016903	0,004532044	-3,7297
Var Proxi	0,481714	0,151472358	3,1802

Poupança Privada - De 2000 a 2009 os valores foram calculados pelo IBGE nas Contas Econômicas Integradas. De 2010 a 2013 pela diferença entre a poupança total (IBGE) e a projetada para adm. Públicas (CEMEC)

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

Formação Bruta de Capital Fixo das Adm. Públicas - De 2000 a 2009 pelas Contas Econômicas Integradas do IBGE. De 2010 a 2013 valores estimados pelo Ministério da Fazenda.

Formação Bruta de Capital Fixo do Setor Privado - Pela diferença entre FBCF total (IBGE) e FBCF das Adm. Públicas. (Projeção Min. Fazenda)

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

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS
ANEXO 2 – Estimativas da Poupança e FBCF das Empresas não
financeiras no período 2010 a 2013

1. Estimativa da Poupança das Famílias e Empresas Não Financeiras

Para estimar a poupança das empresas não financeiras partiu-se dos dados das Contas Nacionais Integradas de 2000 a 2009 e dos dados da poupança nacional bruta nacional das Contas Nacionais disponíveis de 2000 a 2013:

Poupança Bruta sobre PIB

Anos	Total Poupança Bruta (1)	Instituições sem fins de lucro a serviço das famílias (2)	Famílias (3)	Administração pública (4)	Empresas financeiras (5)	Empresas não-financeiras (6)	Empresas (7)
2000	14,0%	0,2%	5,2%	-3,5%	1,2%	10,8%	12,0%
2001	13,5%	0,2%	5,4%	-4,8%	2,3%	10,4%	12,7%
2002	14,7%	0,1%	5,7%	-4,5%	4,4%	8,9%	13,3%
2003	16,0%	0,2%	5,6%	-3,5%	2,5%	11,3%	13,8%
2004	18,5%	0,1%	5,2%	-1,4%	1,9%	12,6%	14,5%
2005	17,3%	0,1%	4,5%	-1,3%	2,8%	11,2%	14,0%
2006	17,6%	0,1%	4,7%	-2,8%	4,0%	11,5%	15,5%
2007	18,1%	0,1%	4,5%	-2,9%	5,4%	10,9%	16,3%
2008	18,8%	0,2%	4,5%	-0,7%	3,0%	11,8%	14,9%
2009	15,9%	0,2%	4,5%	-2,1%	2,7%	10,6%	13,3%
2010	17,5%	0,2%	4,6%	-1,6%	3,5%	10,9%	14,6%
2011	17,2%	0,2%	4,5%	-1,5%	3,4%	10,6%	14,2%
2012	14,6%	0,2%	4,4%	-1,3%	2,8%	8,6%	11,5%
2013	13,8%	0,2%	4,4%	-1,7%	2,7%	8,3%	11,1%

	Contas Nacionais - IBGE
	Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE
	Projeção CEMEC

Observações:

Poupança Nacional Bruta - de 2000 a 2009 pelas Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE e 2010 a 2013 pelas Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

Instituições Sem Fim Lucrativo - de 2000 a 2009 pelas Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE e de 2010 a 2013 valores equivalentes a média de 2008 e 2009.

Famílias - de 2000 a 2009 pelas Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE e de 2010 a 2013 por projeção supondo relação inversa entre a poupança e o consumo das famílias:

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

ANOS	CONS FAM/PIB	POUP FAM/PIB	INVERSO POUP FAM	Estimativa
média 2006 a 2009	60,06%	4,57%	1,66500	
2010	59,64%		1,67662	4,60%
2011	60,33%		1,65754	4,54%
2012	62,62%		1,59701	4,38%
2013	62,62%		1,59700	4,38%
Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE				
Projeção CEMEC				

Administração Pública - de 2000 a 2009 pelas Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE e de 2010 a 2013 pela estimativa CEMEC descrita no anexo 1.

Empresas Financeiras - de 2000 a 2009 pelas Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE e de 2010 a 2013 fixando uma participação constante na poupança das empresas (7) equivalente à média do período 2006 a 2009.

Empresas Não Financeiras - de 2000 a 2009 pelas Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE e de 2010 a 2013 pela relação $(6) = (7) - (5) - (2)$

Empresas - de 2000 a 2009 pelas Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE e de 2010 a 2013 pela relação $(7) = (1) - (3) - (4)$

2. Estimativa da Formação Bruta de Capital Fixo das Empresas Não Financeiras

Para estimar a poupança das empresas não financeiras partiu-se dos dados das Contas Nacionais Integradas de 2000 a 2009 e construiu-se uma variável proxy com dados de 2000 a 2013:

ANOS	INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS	VARIAÇÃO ESTOQUES	FBCF EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS	VARIÁVEL PROXI
2000	11,7%	1,5%	10,2%	14,8%
2001	11,5%	1,0%	10,5%	14,9%
2002	9,7%	-0,2%	9,9%	14,1%
2003	9,8%	0,5%	9,3%	13,4%
2004	11,0%	1,0%	10,0%	14,0%
2005	10,2%	0,3%	9,9%	13,8%
2006	10,3%	0,3%	9,9%	14,0%
2007	11,8%	0,9%	10,9%	14,7%
2008	13,8%	1,6%	12,3%	16,4%
2009	10,5%	-0,2%	10,7%	14,9%
2010	11,9%	0,8%	11,1%	15,3%
2011	11,4%	0,4%	11,0%	15,1%
2012	9,3%	-0,6%	10,0%	14,1%
2013	9,6%	-0,3%	9,9%	14,0%
Contas Econômicas Integradas - Contas Nacionais – IBGE e Contas Nacionais - IBGE				
Projeção CEMEC				

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

A variável *proxi* é construída partindo-se da formação bruta de capital fixo total e retirando-se os investimentos das administrações públicas (anexo 1) e os fluxos de financiamento dirigidos ao setor de habitação: desembolsos do FGTS habitacional, desembolsos do sistema brasileiro de poupança e empréstimo para construções habitacionais e emissões de certificados de recebíveis imobiliários (CRI).

A regressão linear simples entre os dados de FBCF das empresas não financeiras e a variável “*proxi*” no período 2000 a 2009 permitiu estimar os dados do período 2010 a 2013:

<i>R² = 96,3%</i>	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>
Interseção	-0,03067124	0,012208177	-2,51235227
Var Proxi	0,925720718	0,083998057	11,02073971

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS
ANEXO 03 - Impacto da adoção do IFRS sobre os resultados e conclusões do trabalho

É importante verificar em que medida a adoção do novo padrão de contabilidade (IFRS) a partir de 2010, com efeito retroativo a 2009, pode ter afetado os resultados obtidos neste trabalho, ao se utilizar como base de dados a consolidação de balanços das empresas da amostra. O novo padrão de contabilidade (IFRS) passou a ser obrigatório para todas as empresas abertas, de grande porte, médias e pequenas, o que se aplica provavelmente a todas as empresas da amostra. Sabe-se que a maioria das empresas publicou inicialmente os balanços de 2009 no padrão anterior, e promoveu posteriormente sua republicação em 2010, com os ajustes do IFRS. Nesse contexto, o impacto potencial da adoção do IFRS sobre os números utilizados neste trabalho pode ser avaliado levando e conta o seguinte²⁹:

1. Os balanços disponíveis nas bases de dados utilizadas neste trabalho para o ano de 2009 correspondem à publicação original, não incluindo portanto os eventuais ajustes da aplicação do IFRS que aparecem a partir de 2010;
2. Em princípio os maiores impactos decorrentes da adoção do IFRS sobre os dados de balanço são os seguintes:
 - a. Reavaliação de ativos a “valor justo”, aproximando o valor contábil dos preços de mercado; em geral esse ajuste gerou impacto positivo no valor contábil dos ativos, compensado nesse primeiro momento por aumento de igual valor do patrimônio líquido, sem afetar portanto o lucro; daí por diante ajustes dessa natureza para alguns ativos, como os biológicos e as propriedades para investimento, passam a ser considerados na apuração do lucro; os demais não sofrem essas atualizações.
 - b. Os efeitos imediatos desse ajuste com maior impacto em 2010, serão:
 - i. uma redução dos indicadores em que o ativo total é o denominador, como é o caso do ROA (M/AT) e da rotação de ativos (ROL/AT) em 2010;
 - ii. uma redução da medida de rentabilidade do patrimônio líquido (ROE= LL/PL)

²⁹Agradecemos os esclarecimentos prestados pelo Prof. Eliseu Martins a respeito de alguns dos efeitos do IFRS sobre as demonstrações financeiras das empresas. Entretanto, as observações destacadas acima são de inteira responsabilidade dos autores deste trabalho. . .

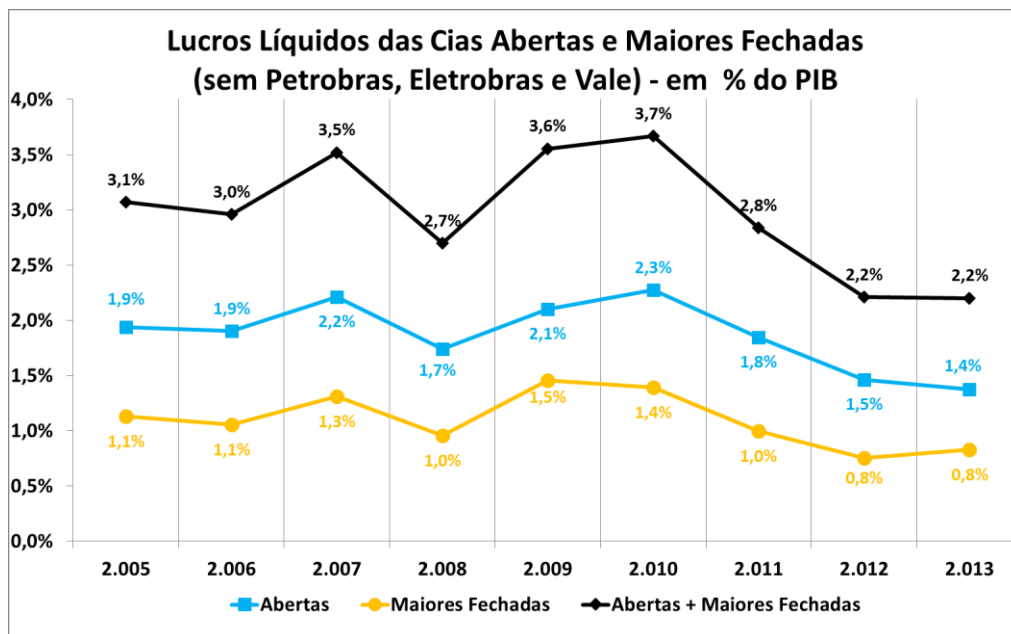
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

- c. Despesas operacionais e não operacionais: no conceito do IFRS a maioria das despesas antes consideradas “não operacionais” passou a integrar o grupo das despesas operacionais; sendo praticamente impossível discriminar esses componentes, utilizaremos o valor conjunto de despesas operacionais, resultados não operacionais e receitas financeiras;
- 3. Existem razões para acreditar que as principais conclusões extraídas deste trabalho não são comprometidas pelos ajustes decorrentes da adoção do IFRS, tendo em vista sua aplicação consistente entre 2010 e 2013:
 - a. Esses ajustes não afetam de modo significativo o valor do lucro líquido ou dos lucros retidos, cuja queda acentuada entre 2010 e 2013 ficou evidenciada anteriormente, em consonância com os números das contas nacionais e com a estimativas da participação de recursos próprios no financiamento do investimento das empresas;
 - b. Desse modo, a queda da rentabilidade do patrimônio líquido (ROE) entre 2010 e 2013 reflete basicamente a queda de lucro líquido e não um aumento “contábil” do patrimônio líquido³⁰
 - c. Como demonstrado no trabalho, o principal fator de queda da margem líquida e dos lucros é a redução do coeficiente de lucro bruto sobre a receita operacional líquida, muito pouco relacionados com os ajustes do IFRS;
 - d. A evolução dos componentes de cálculo do ROIC e do ROA, constituídos dos fluxos de margem líquida e lucro líquido, e dos saldos de capitais investidos (próprio e de terceiros) e ativos totais (tabelas gráficos) mostra que a queda dessas taxas de retorno reflete efetivamente a redução de margens e lucros e não é o simples resultado de mudanças no critério de avaliação dos ativos. .

³⁰ Note-se que, para evitar distorções, o valor do lucro líquido utilizado neste trabalho não inclui os denominados resultados abrangentes.

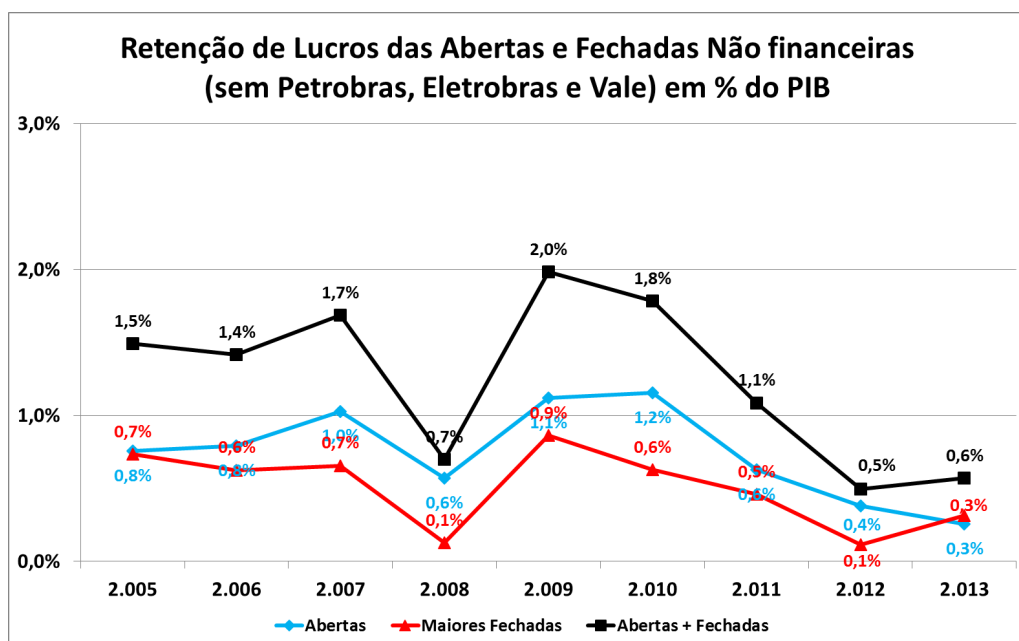
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS
ANEXO 04 - Resultados da Análise da Amostra sem PETROBRAS,
ELETROBRAS E VALE

1. **Lucro líquido** se reduz de 3,7% para 2,2% do PIB entre 2010 e 2013 (Gráfico A01)



Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

2. **Lucros retidos** caem com maior intensidade que o lucro líquido, de 1,8% para 0,6% do PIB (Gráfico A02)

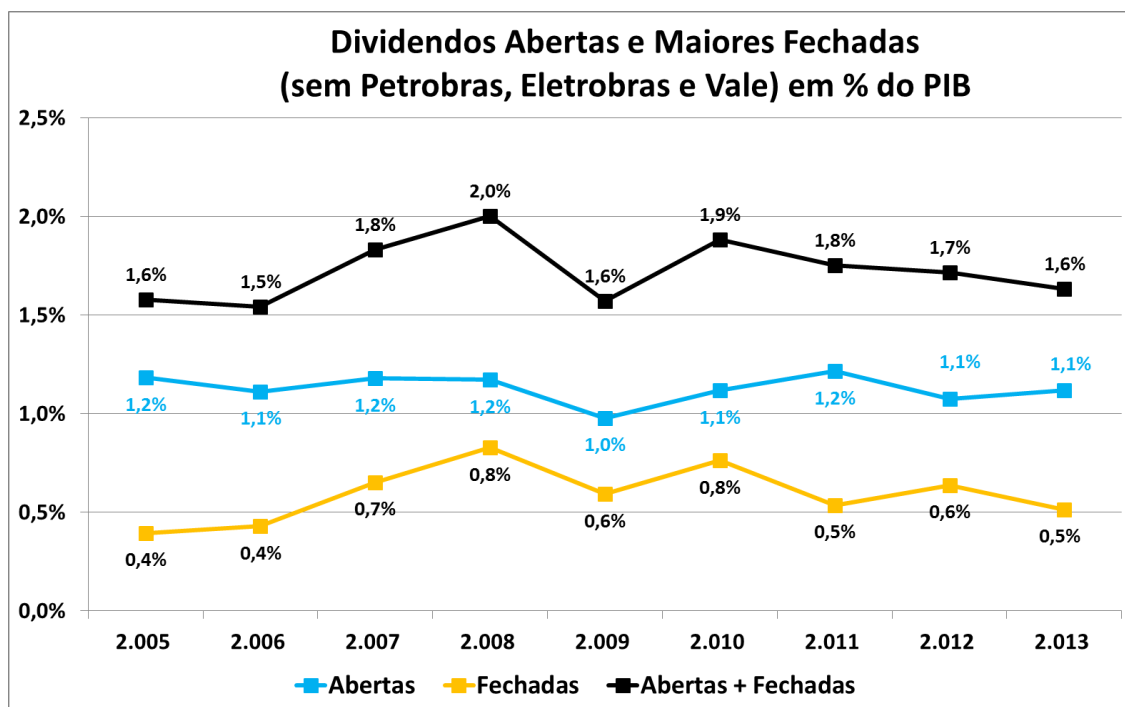


Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC

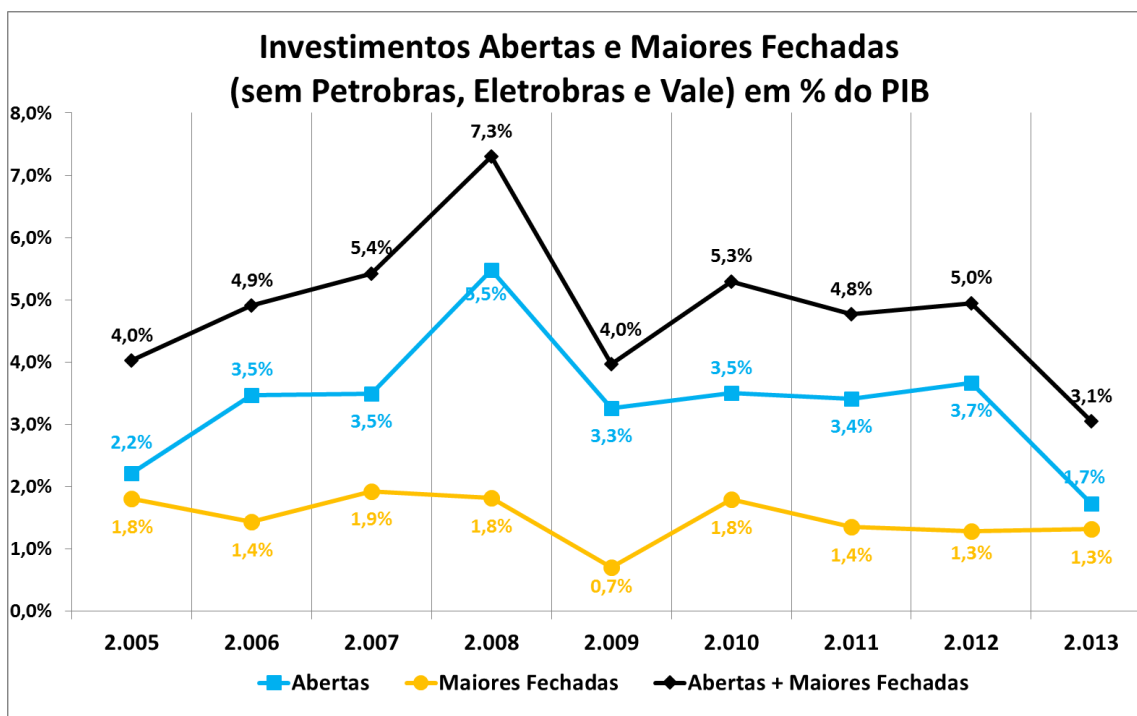
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

3. **Dividendos** tem queda de menor intensidade, de 1,9% para 1,6% do PIB, revelando aumento do “payout” de 49% em 2010 para 73% em 2013 (Gráfico A03)



Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

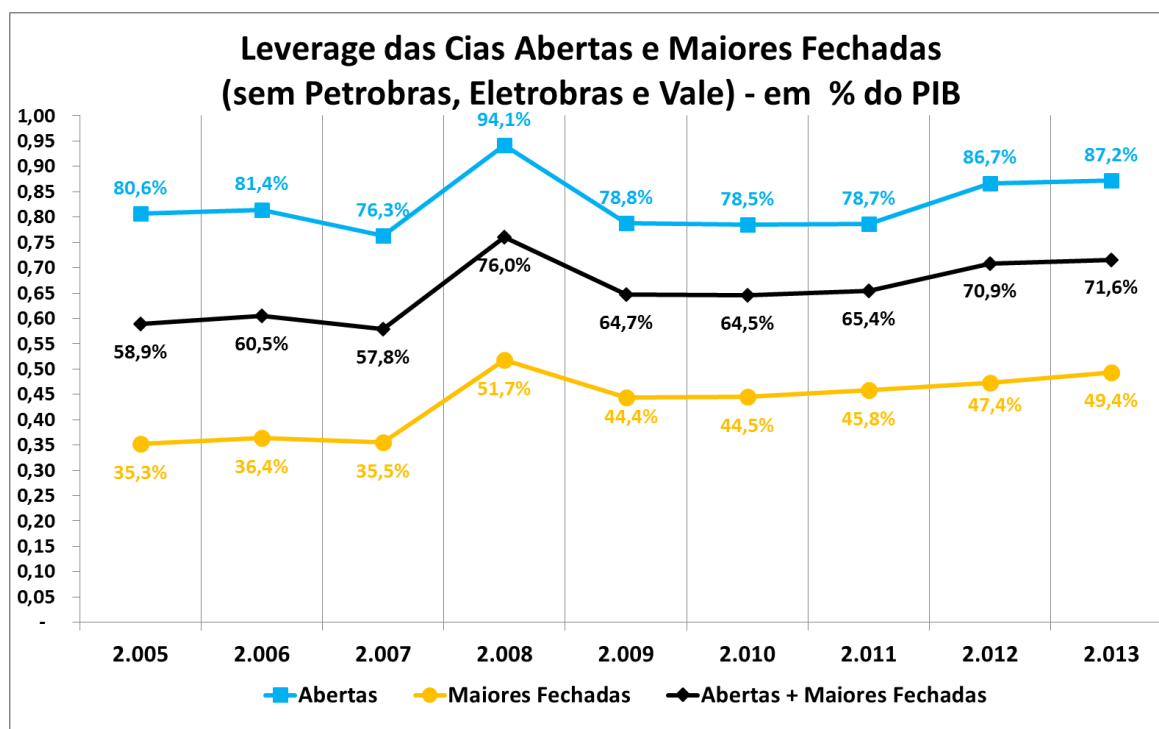
4. **Investimentos** se mantem em torno de 5% entre 2010 e 2012 reduzindo-se para 3,1% em 2013. (Gráfico A04)



Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

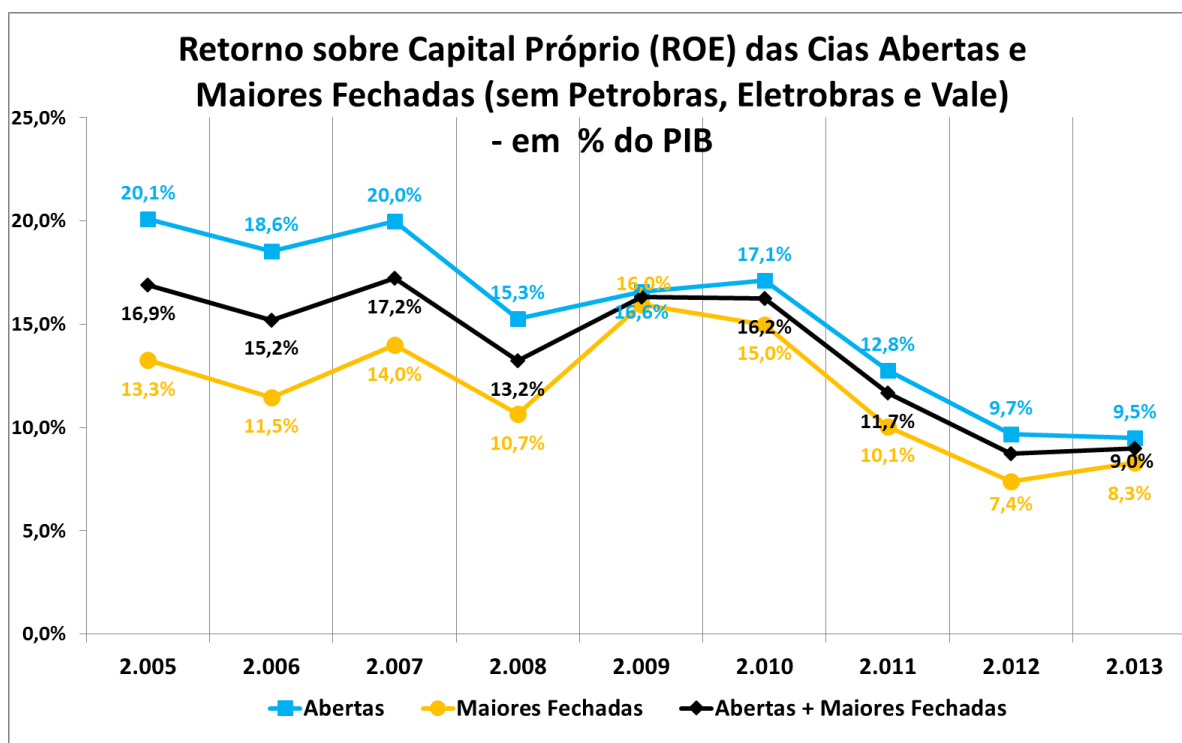
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

5. **Leverage:** apresenta elevação, de 78,5% em 2010 para 87,2% em 2013.(Gráfico A05)



Fonte: Economática e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

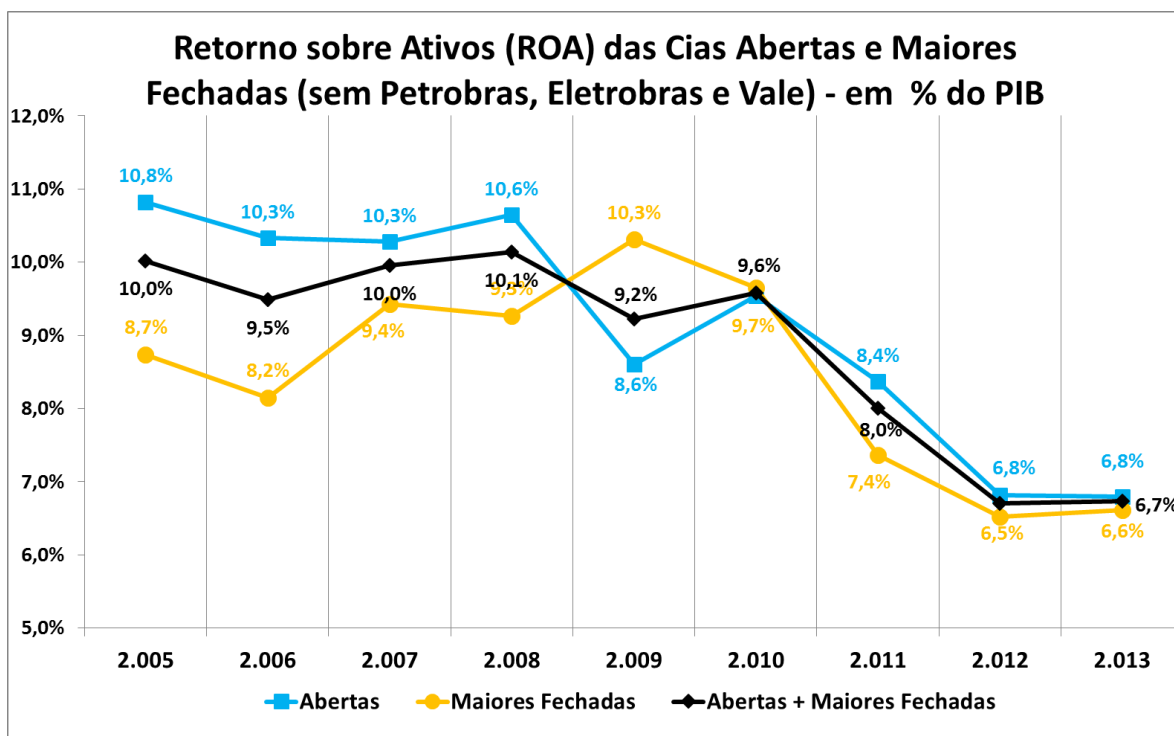
6. **Retorno sobre Capital Próprio (ROE):** cai de 16,2% em 2010 para 9,0% em 2013 (Gráfico A06)



Fonte: Economática e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

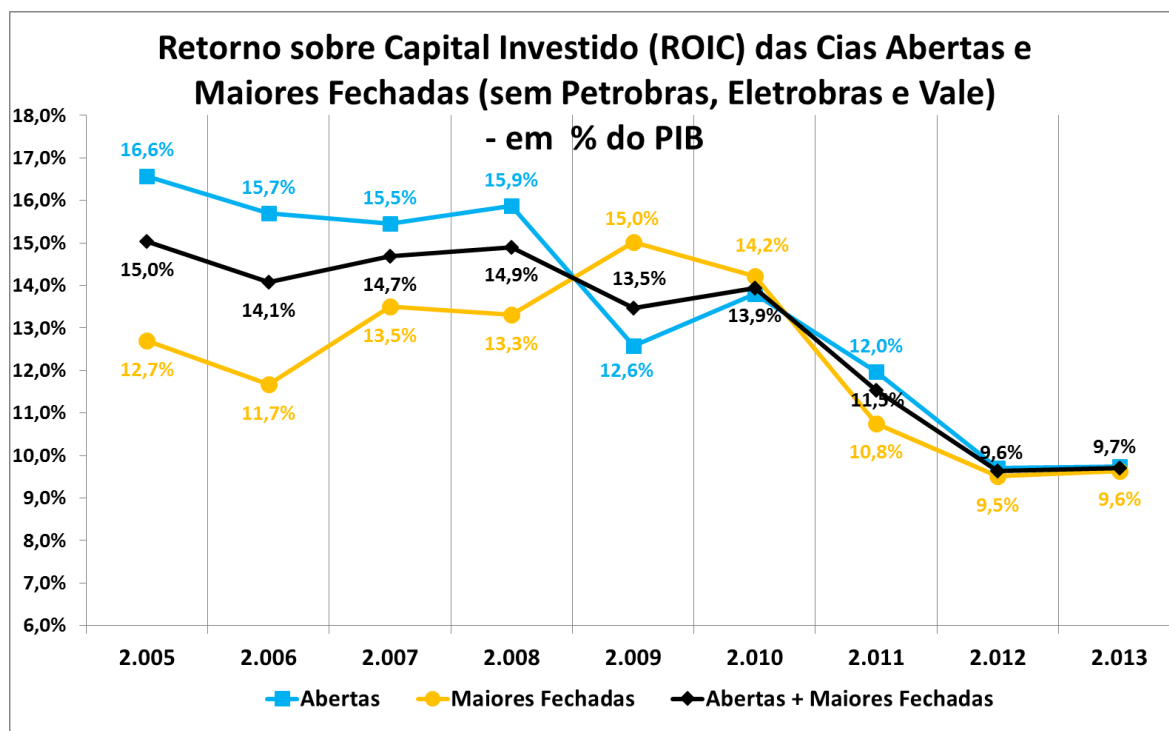
CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

7. Retorno sobre ativos (ROA) se reduz de 9,6% para 6,7% (Gráfico A07)



Fonte: Economática e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

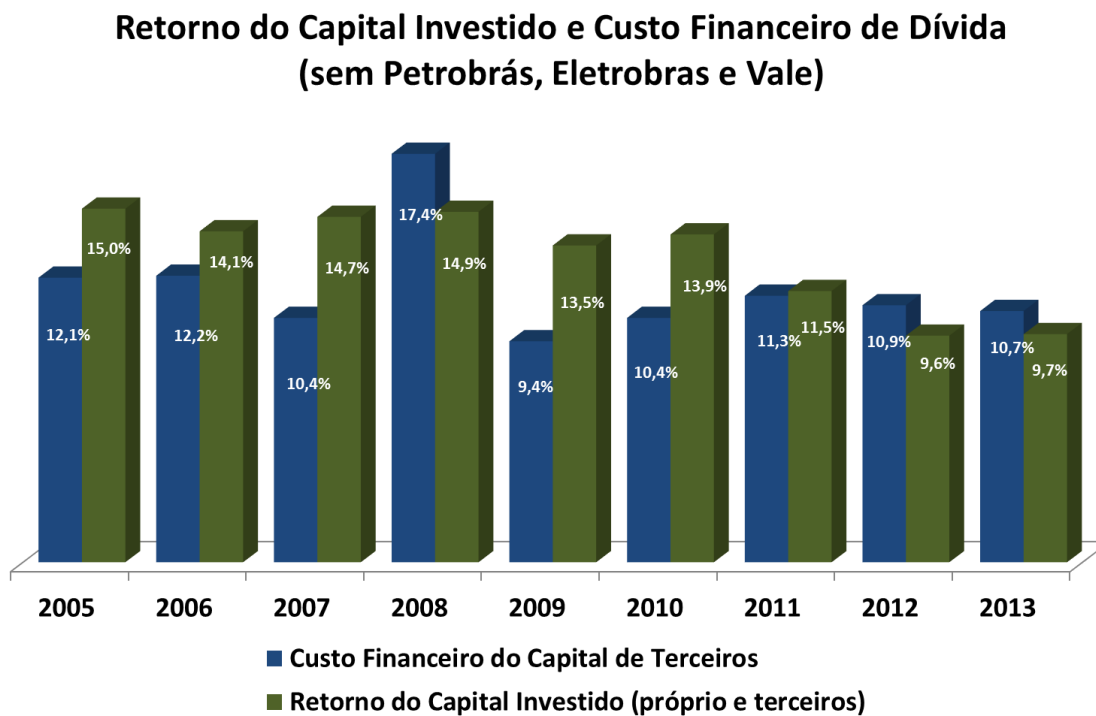
8. Retorno sobre capital investido cai de 13,9% para 9,7% (Gráfico A08)



Fonte: Economática e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS - IBMEC
REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E O FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS

9. Retorno sobre capital investido é inferior ao custo financeiro médio em 2012 e 2013
(Gráfico A09)



Fonte: Economatica e Maiores e Melhores Exame Elaboração CEMEC