



NOTA CEMEC 03/2015

FATORES DA QUEDA DO INVESTIMENTO 2010-2014

Março 2015



NOTA CEMEC
03/2015

SUMÁRIO

Os dados de Contas Nacionais atualizados até o terceiro trimestre de 2014 revelam a continuidade da queda da taxa de investimento que era de 20,2% em 2010 para apenas 17,0%, a maior parte ocorrida nas empresas não financeiras. Tudo indica que a queda da taxa de retorno sobre o capital investido para níveis inferiores ao custo médio da dívida dessas empresas, desde 2012, seja um dos fatores mais relevantes para explicar esse desempenho. Especialmente no setor industrial o problema aparece na forma de redução de margens, que resulta da dificuldade de repassar aos preços de venda os aumentos de custos, especialmente do custo unitário do trabalho que se elevou muito acima do preço em reais dos produtos importados, estes reduzidos pela valorização do real. A recente correção de preços relativos, inclusive câmbio, contribui para a recuperação de margens, enquanto que o sucesso do ajuste fiscal pode sustentar mais adiante a redução do custo de capital, movimento que sendo combinado com a criação de condições favoráveis à participação privada em infraestrutura, pode ajudar na reversão do cenário em favor da retomada do investimento.

O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para finalidade de aplicação financeira ou qualquer outra que possa causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais, do IBMEC ou de qualquer de seus apoiadores. Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões. A publicação foi produzida com as informações existentes em fevereiro de 2015.

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antônio Rocca

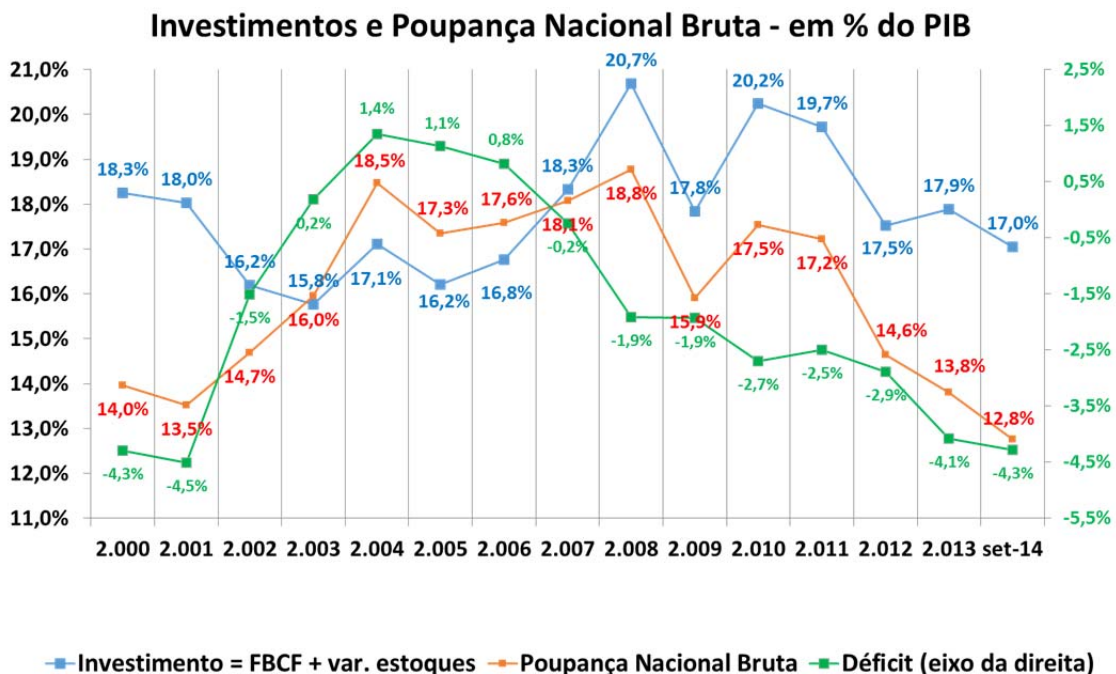
Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Elaine Alves Pinheiro e Fernando M. Fumagalli

1. A queda da taxa de investimento das empresas não financeiras

Com algumas flutuações, verifica-se a partir de 2010 nítida tendência de queda da taxa de investimento da economia brasileira, de 20,2% do PIB observada naquele ano, para apenas 17,0% nos quatro trimestres encerrados em setembro de 2014, configurando uma redução de 3,2 pontos percentuais do PIB. Esses dados são representados no **Gráfico 01**.

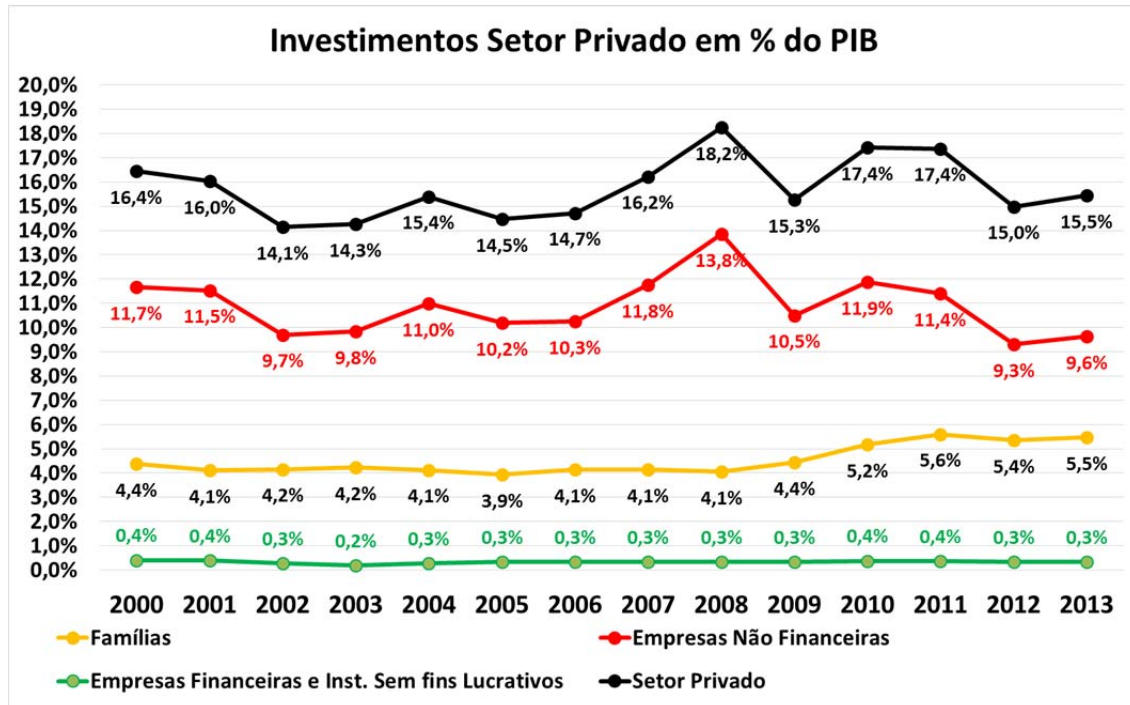
GRÁFICO 01



Fonte: Contas Nacionais Trimestrais (IBGE)

Estimativas feitas pelo CEMEC sugerem que cerca de 72% dessa queda, ou seja 2,3 pontos percentuais do PIB ocorreu nas empresas não financeiras, como evidenciado no **(Gráfico 02)**.

GRÁFICO 02

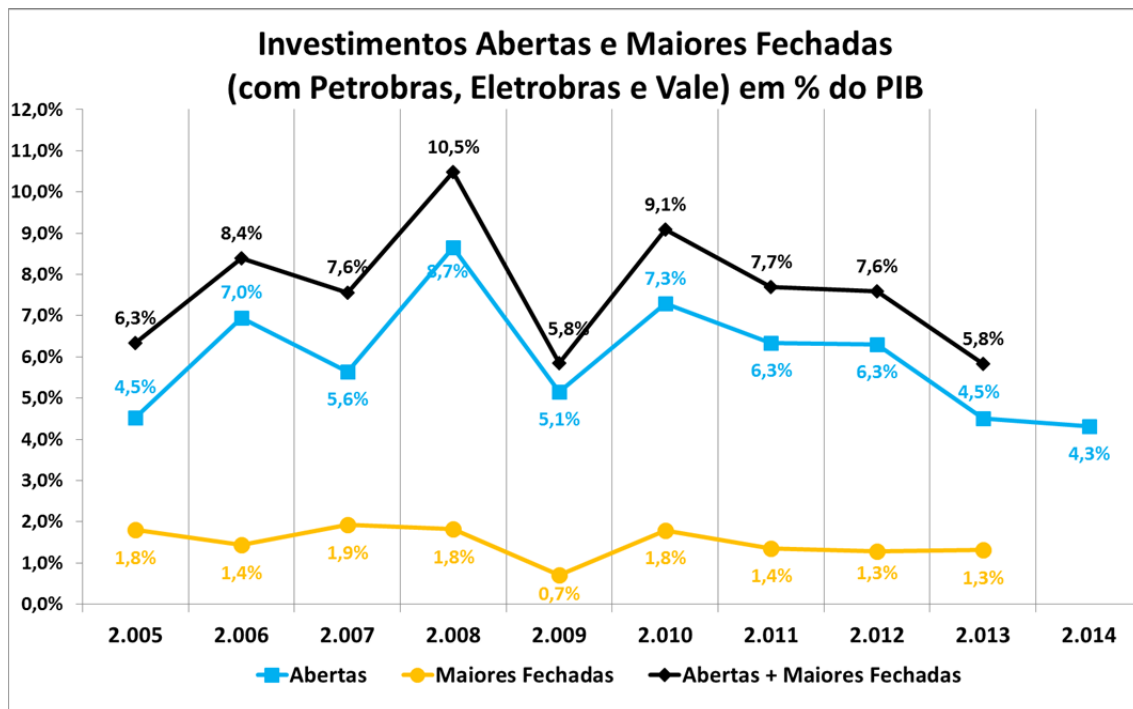


Fonte: Contas Nacionais (IBGE) até 2009 e estimativas CEMEC 2010 em diante

A consolidação de balanços das companhias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras mostra queda do coeficiente de investimentos em relação ao PIB no período de 2010 a 2013¹. Essa tendência foi mantida nas companhias abertas até o terceiro trimestre de 2014, para as quais são disponíveis dados até essa data. (Gráfico 03).

¹ V. Rocca, Carlos A. e Santos Jr., Lauro M. Redução da taxa de poupança e o financiamento dos investimentos no Brasil – 2010-2013 – Estudo Especial CEMEC – Centro de Estudos do IBMEC – www.cemec.ibmec.org.br

GRÁFICO 03

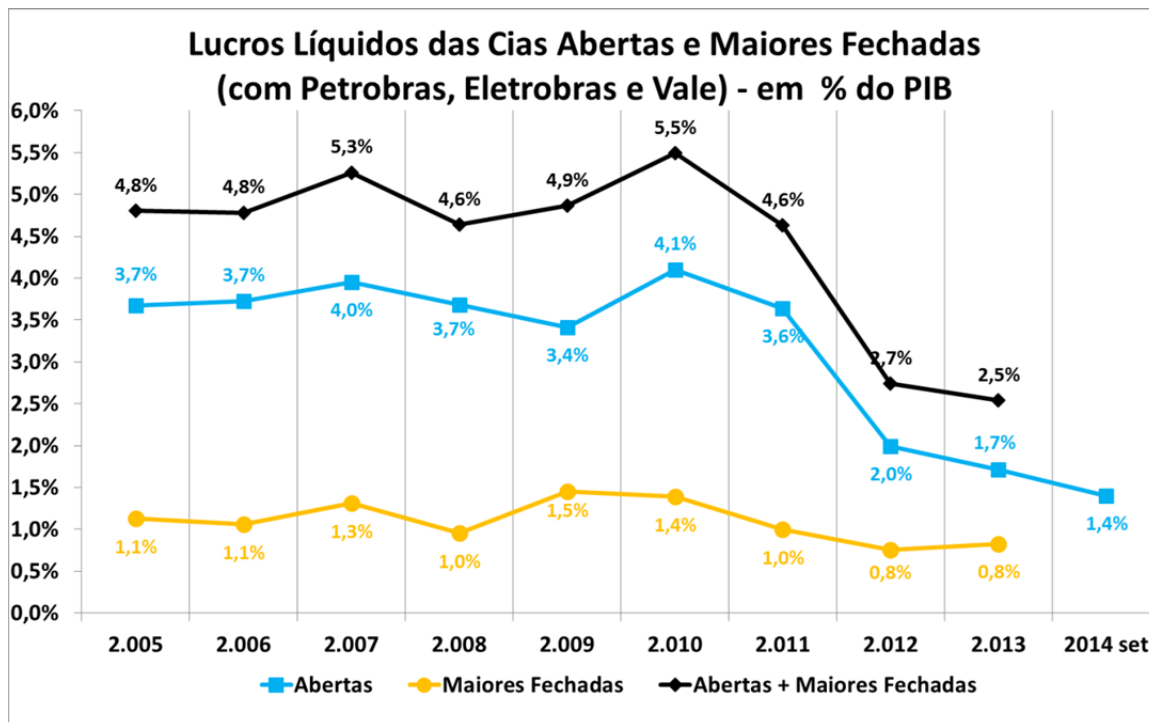


Fonte dos dados básicos: Economática e Maiores e Melhores Exame Estimativas:
CEMEC

2. A partir de 2012 taxa de retorno das empresas não financeiras fica abaixo do custo da dívida

Tomando-se essa mesma base de dados, a consolidação dos balanços mostra acentuada queda de lucros e dos lucros retidos dessas empresas no período, tendência essa que se mantém até o terceiro trimestre 2014 no caso de companhias abertas não financeiras. **(Gráfico 04).**

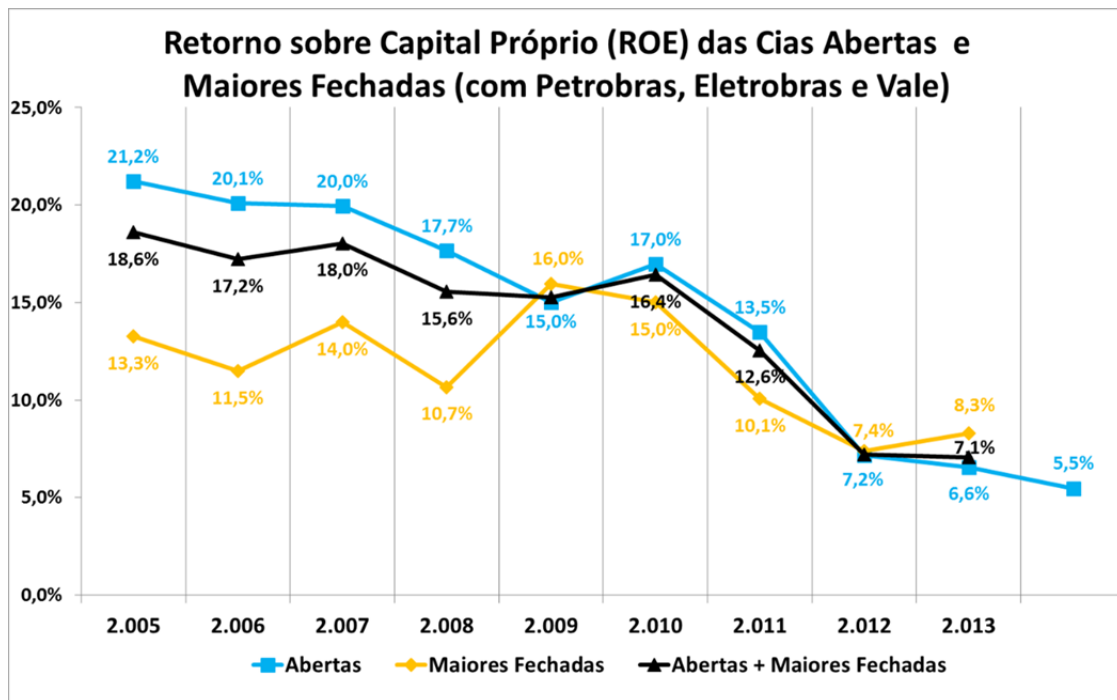
GRÁFICO 04



Fonte dos dados básicos: Economática e Maiores e Melhores Exame Estimativas:
CEMEC

Como resultado dessa redução de lucros, observa-se acentuada queda da taxa de rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE), como evidenciado no **Gráfico 05**.

GRÁFICO 05



Fonte dos dados básicos: Economática e Maiores e Melhores Exame Estimativas:
CEMEC

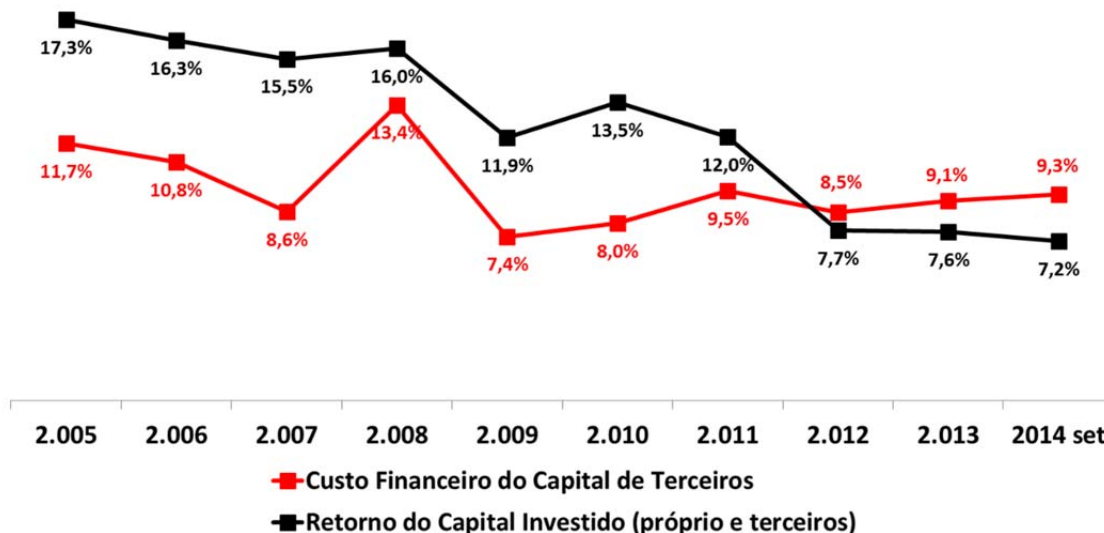
Até 2013, são disponíveis os dados para companhias abertas e maiores fechadas. Na soma dos dois grupos, a taxa de rentabilidade nominal do patrimônio líquido havia caído de 16,4% para 7,1% nesse período. O cálculo do ROE para as companhias abertas nos quatro trimestres terminados em setembro de 2014 mostra uma continuidade na tendência de queda, de 6,6% a.a. em 2013 para apenas 5,5% a.a.. Ou seja, a rentabilidade média do capital próprio dessas empresas em 2014 é inferior à taxa de inflação e portanto ficou negativa em termos reais. Nesse período essa taxa ficou muito abaixo da taxa de juros de uma aplicação em títulos públicos federais, com risco de crédito praticamente nulo e alta liquidez.

Outra forma de avaliar o impacto desses números sobre a decisão de investir é comparar a taxa retorno sobre o total de capital investido, ou seja capital

próprio mais capital de terceiros, com o custo médio da dívida². No **Gráfico 06** é feita essa comparação.

GRÁFICO 06

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



Fonte dos dados básicos: Economática Estimativas: CEMEC

Verifica-se que a partir de 2012 o custo médio do capital de terceiros (exigível financeiro) supera a taxa de retorno do capital total investido, fazendo com que parte do pagamento dos juros se dá com sacrifício da remuneração do capital próprio investido. Por exemplo, em 2014, se a empresa investe 100, com 50 de capital próprio e 50 de dívida, ao final de 1 ano o retorno será de 7,2, o pagamento de juros será de 4,65 (9,3% de 50) e sobrar para remunerar o capital próprio 2,55, o que equivale a uma taxa de rentabilidade nominal de 5,1% (2,55/50). Ou seja, nesse exemplo a taxa de rentabilidade real seria negativa³.

² Um modo simples de calcular essa taxa (ROIC) é dividir a soma do lucro líquido com as despesas financeiras líquidas do IRPJ pelo capital total investido, próprio e de terceiros. Para mais detalhes, v. Estudo Especial CEMEC de Novembro de 2014 já citado.

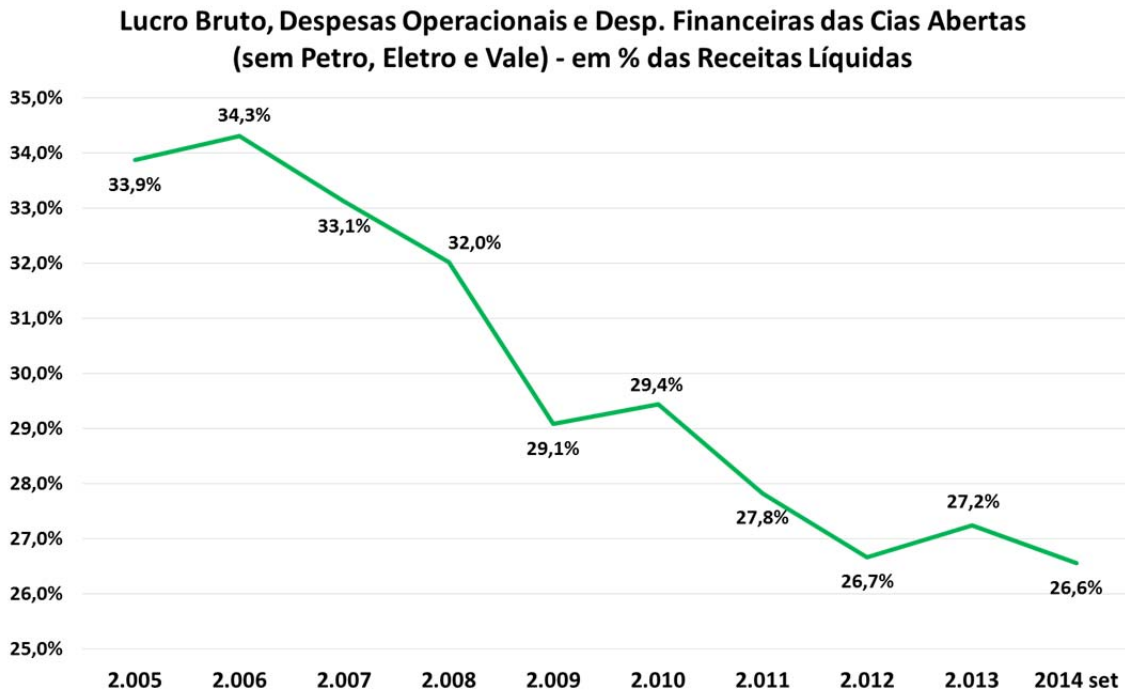
³ A rigor, para justificar um investimento a taxa de retorno sobre o capital investido (ROIC) deve cobrir o custo médio ponderado do capital (WACC), da empresa; o custo médio é mais elevado que o custo da dívida, de vez que o custo de capital próprio é ainda mais alto.

A decisão de investir tem por base a expectativa de retorno da expansão do negócio atual ou dos novos projetos. Entretanto, parece claro que o nível e a permanência desses padrões de rentabilidade do negócio existente durante vários anos, combinados com uma perspectiva de crescimento fraco ou nulo e o baixo nível de confiança no curso da economia acabam por inibir o “espírito animal” dos empresários tão lembrado nos últimos tempos.

3. Taxa de retorno caiu porque câmbio valorizado reduz preço de importados e impede repasse do aumento de custos para os preços de venda

Verifica-se que o principal fator de redução das taxas de retorno é a redução de margens, ou seja, as empresas não financeiras não têm conseguido transferir para os preços de venda a totalidade dos aumentos de custo. O percentual de lucro bruto permite dimensionar essa questão, medindo a diferença percentual entre preço de venda líquido de impostos indiretos e o custo de produção dos produtos vendidos. Esse indicador, calculado a partir dos balanços das companhias abertas, mostra queda continuada no período, especialmente a partir de 2010 até 2014(setembro), quando se reduz em 7,2 pontos percentuais, de 34,3% para 27,1% como evidenciado no **Gráfico 07**.

GRÁFICO 07



Fonte dos dados básicos: Economática Estimativas: CEMEC

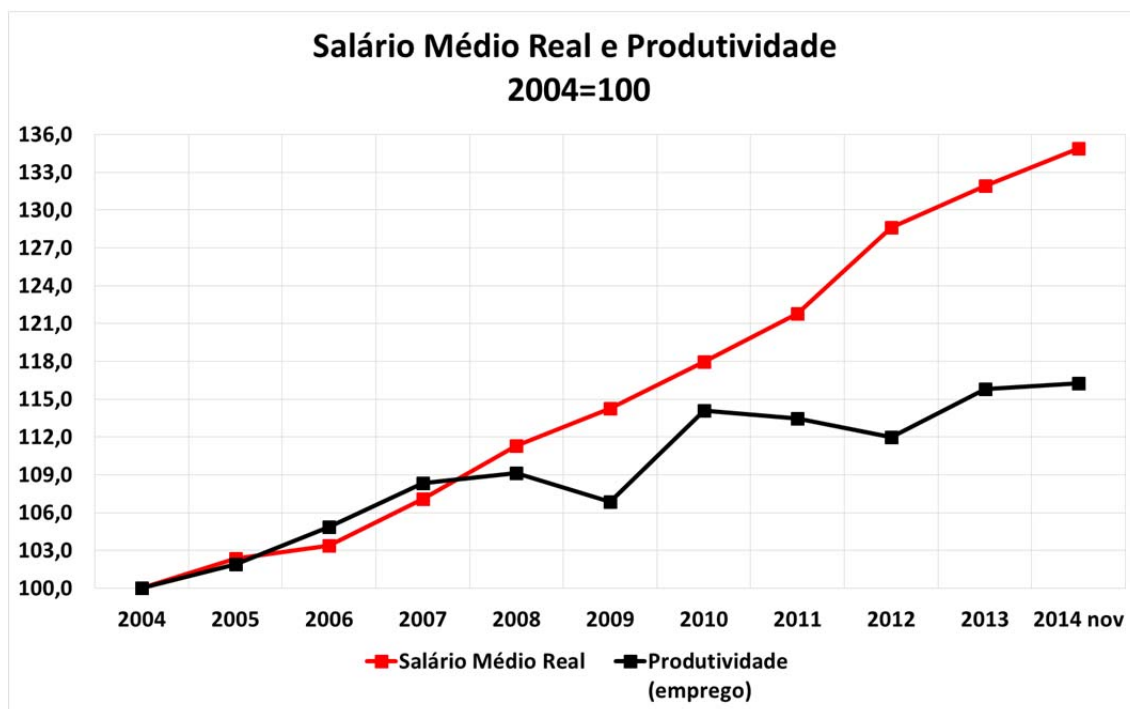
Além dos casos em que as margens foram comprimidas por políticas públicas, como é o caso da Petrobras, Eletrobrás e das usinas de etanol, o setor que apresenta maior redução de lucros é o industrial⁴. Embora existam fatores específicos influenciando os resultados de cada gênero industrial, no nível agregado tudo indica que o principal fator de compressão de margens resulta de um aumento do custo unitário do trabalho⁵, gerado por um crescimento de salários reais acima da produtividade, combinado com a concorrência dos preços dos produtos importados convertidos a uma taxa de câmbio com o real valorizado.

No **Gráfico 08** é feita a comparação entre o crescimento do salário real médio industrial deflacionado pelo IPCA, e a evolução da produtividade por homem ocupado nesse mesmo setor.

⁴ Análise mais detalhada por subsetores é apresentada no citado Estudo Especial do CEMEC de Novembro de 2014.

⁵ O Custo unitário do trabalho na indústria é obtido pela divisão do salário médio pelo índice de produtividade por homem ocupado.

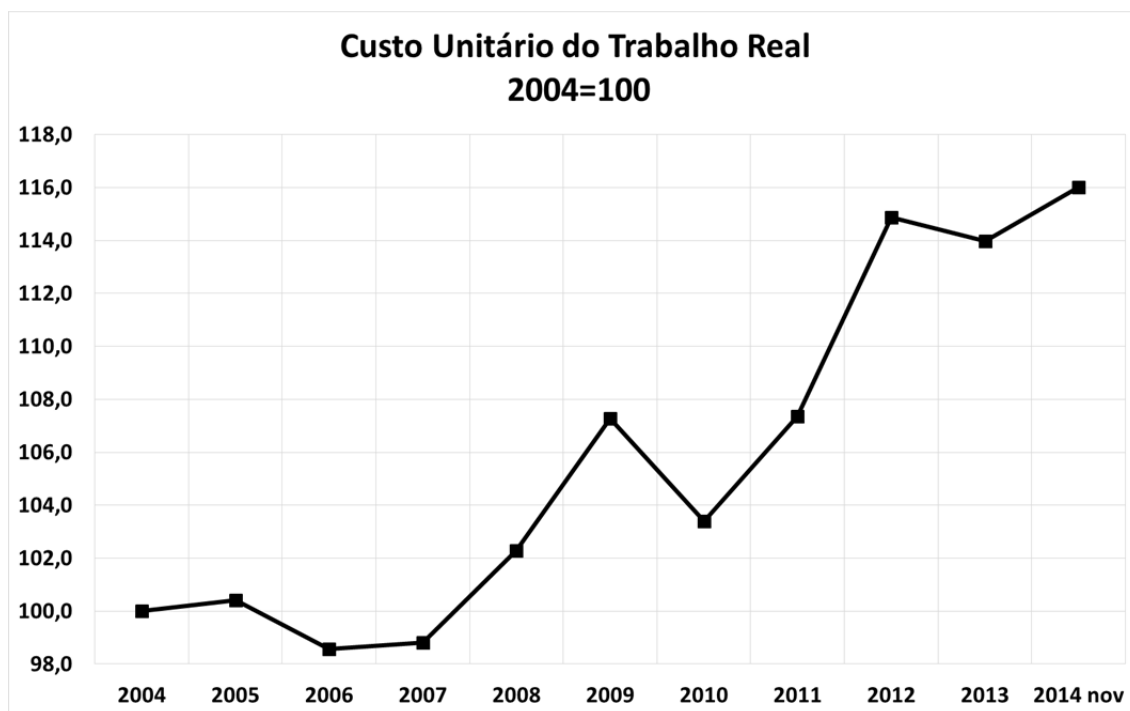
GRÁFICO 08



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

Verifica-se que até 2008 os salários reais crescem em linha com a produtividade média. Ultrapassada a forte flutuação gerada pela crise, a produtividade para de crescer a partir de 2010, enquanto que os salários reais médios têm seu crescimento acelerado. O resultado é a elevação do custo unitário do trabalho especialmente a partir de 2010 até novembro de 2014, como pode ser observado no **Gráfico 09**.

GRÁFICO 09

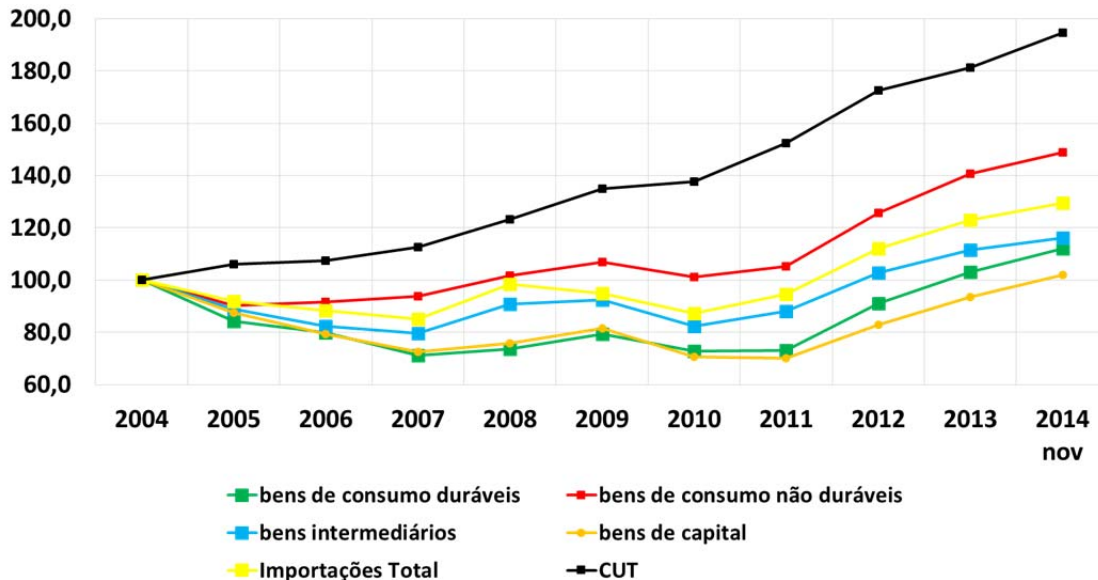


Fonte dos dados básicos: IBGE, A.C.Pastore e Associados
Elaboração: CEMEC

O **Gráfico 10** mostra que a principal razão pela qual as empresas industriais não conseguiram repassar os aumentos de custo para os preços de venda é o limite superior imposto pela evolução dos preços dos produtos importados que competem com os produtos nacionais.

GRAFICO 10

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



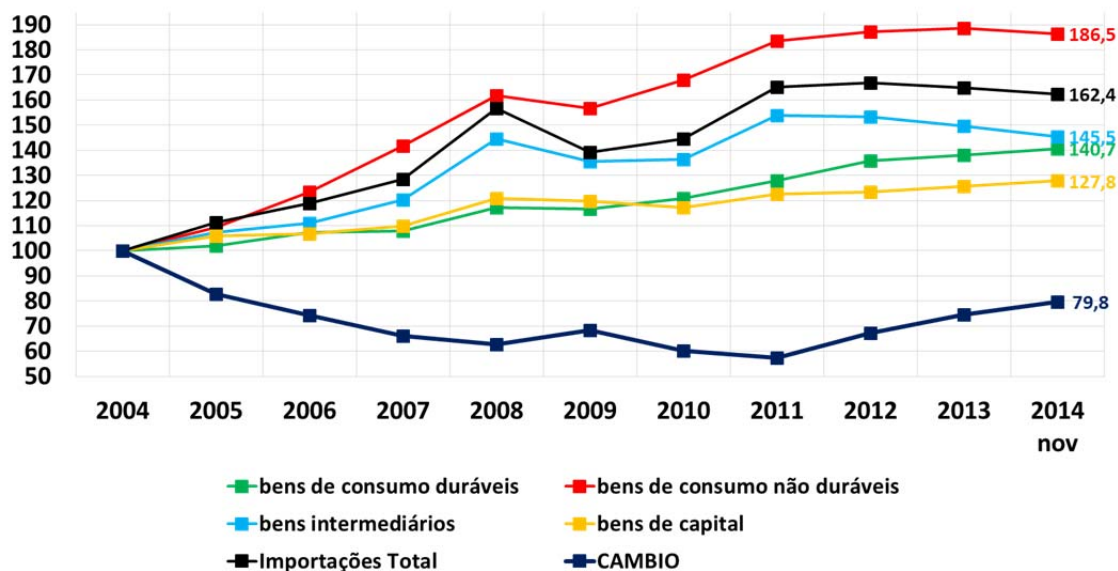
Fonte: FUNCEX, BACEN- Elaboração CEMEC

Verifica-se que no período de 2004 a 2014 (novembro) o custo unitário nominal do trabalho na indústria aumenta quase 100%, contra um aumento do preço dos produtos industriais importados da ordem de 30%. É evidente que nesse período ficou muito difícil para a indústria nacional repassar plenamente os aumentos do custo unitário do trabalho e outras elevações de custos para o preço de venda, reduzindo assim suas margens e rentabilidade. .

Essas constatações sugerem que um dos fatores de inibição dos investimentos na indústria a partir de 2010 resulta da estagnação da produtividade que resultou no aumento do custo unitário do trabalho combinado com a valorização real do câmbio, indicada pela redução da relação câmbio/salário. Realmente, o preço em moeda estrangeira dos produtos industriais importados cresce ao longo de todo o período, com um ciclo curto de redução em 2009, mas a evolução de seu preço em reais é limitada pela valorização cambial, como evidenciado no **Gráfico 11**.

GRÁFICO 11

Preço do Importado em Moeda Estrangeira e Câmbio
2004=100



Fonte: FUNCEX, BACEN- Elaboração CEMEC

4. Observações finais

Os dados de Contas Nacionais atualizados até o terceiro trimestre de 2014 revelam a continuidade da queda da taxa de investimento que era de 20,2% em 2010 para apenas 17,0%. Estimativas do CEMEC a partir de 2010⁶ indicam que a maior parte dessa queda ocorreu nas empresas não financeiras. Esse resultado é confirmado com os números dos balanços consolidados das companhias abertas e maiores fechadas até dezembro de 2013 e para as abertas com os dados disponíveis até o terceiro trimestre de 2014.

Existem razões para acreditar que a queda da taxa de retorno sobre o capital investido para níveis inferiores ao custo médio da dívida dessas empresas, desde 2012, seja um dos fatores mais relevantes para explicar a queda dos investimentos. Especialmente no setor industrial o problema aparece na forma de redução de margens, que resulta da dificuldade de repassar aos preços de venda os aumentos de custos. Entre os custos domésticos, verifica-se que o custo unitário do trabalho elevou-se muito acima do preço em reais dos produtos importados concorrentes, estes reduzidos pela valorização do real.

Os resultados potenciais da política ora adotada de ajuste de preços relativos deve permitir a recuperação de margens na maioria dos setores industriais enquanto a atualização preços de energia e combustíveis restabelece os resultados desses setores mas implicam aumentos de custos para os seus usuários. Com o ajuste do câmbio o custo unitário do trabalho em moeda estrangeira deve ter redução, enquanto que o componente com maior elevação será provavelmente o custo de energia elétrica, que já teve um primeiro salto em 2014 e aumentos ainda maiores em 2015. Por sua vez, se bem sucedido, o ajuste fiscal pode sustentar mais adiante um processo de redução da taxa de juros e do custo de capital, movimento que sendo combinado com a recuperação de margens e condições favoráveis à participação privada em infraestrutura pode ajudar na reversão do cenário em favor da retomada do investimento.

⁶ Dados de Contas Nacionais segregam investimentos em empresas não financeiras até 2009; a partir de 2010 os dados de investimentos são agregados, razão pela qual o CEMEC fez estimativas, cuja metodologia está descrita no citado Estudo Especial de Novembro de 2014 – www.cemec.ibmec.org.br