

NOTAS CEMEC

01/2015

**REDUÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA E AS
EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS: 2010-2014**

Carlos A. Rocca

Lauro Modesto Santos Jr.

Fevereiro de 2015

1. Introdução

No Estudo Especial CEMEC de novembro de 2014¹ os dados de poupança bruta das contas nacionais, complementados por estimativas do CEMEC para sua composição em termos de famílias, empresas e Governo no período de 2010 a 2013, mostravam que a quase totalidade da queda poderia ser atribuída ao setor privado e muito especialmente às empresas não financeiras.

Dados resultantes da consolidação de balanços das companhias abertas e maiores empresas fechadas não financeiras validaram essas estimativas, mostrando acentuada queda de poupança dessas empresas naquele período, traduzida na redução de lucros retidos.

Nesta nota é apresentado um ajuste dos dados do setor público e uma atualização daqueles resultados até o terceiro trimestre de 2014, quando ficaram disponíveis os dados de contas nacionais e das demonstrações financeiras das companhias abertas não financeiras. Em resumo, os ajustes e atualizações feitos são os seguintes:

- a. no Estudo Especial CEMEC de novembro de 2014 as estimativas de poupança do setor público tinham por base dados oficiais das contas públicas, obtidos no site do Ministério da Fazenda; confirmou-se que esses números estavam distorcidos e sinalizavam resultados fiscais melhores que os efetivos; desse modo, foram utilizadas agora estimativas dos resultados fiscais divulgadas por renomada consultoria econômica² para o período de 2010 a 2013; para 2014 foram utilizados dados recentemente revisados e divulgados pelo Ministério da Fazenda³.
- b. Para as companhias abertas não financeiras, as séries de dados até 2013 foram atualizadas com a agregação dos resultados da

¹ (Novembro 2014)- 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

² Consultoria Tendências – dados divulgados em fevereiro de 2014.

³ Dados divulgados na programação orçamentária de 2014 pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, veja-se:

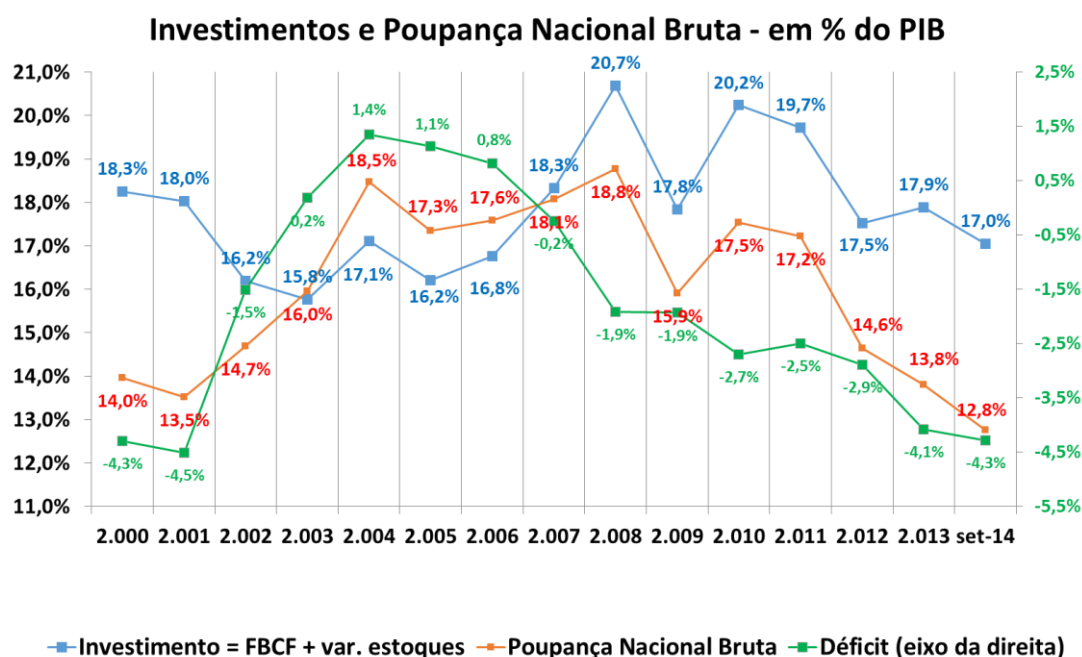
http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/pronunciamentos/2014/programacao_orcamentaria_2014_4.pdf

consolidação de seus balanços referentes ao período de quatro trimestres terminados em setembro de 2014.

2. Participação do setor público e do setor privado na queda da taxa de poupança

Os dados de contas nacionais atualizados até setembro de 2014 demonstram uma continuidade e aprofundamento das tendências que já haviam sido evidenciadas até dezembro de 2013. O Gráfico 01 apresenta a evolução da poupança bruta, poupança externa e investimentos como porcentagens do PIB, de 2000 até os 12 meses encerrados em setembro de 2014:

GRÁFICO 01



Em 2014 a taxa de investimentos continua em queda, acumulando uma redução de 3,2 pontos percentuais (de 20,2% para 17,0%) de 2010 até os quatro trimestres terminados em setembro de 2014. O aumento da poupança externa de 2,7% para 4,3%⁴ do PIB no mesmo período reflete basicamente a redução de 4,7 pontos percentuais da taxa de poupança doméstica a partir de 2010 (de

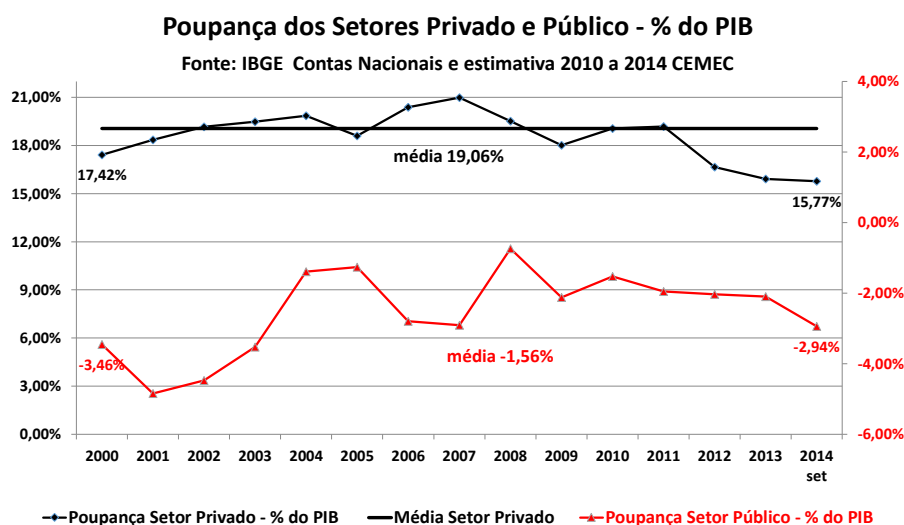
⁴ No conceito de contas nacionais o déficit em contas correntes em relação ao PIB (-4,3%) é maior que o calculado no conceito de balanço de pagamentos calculado pelo BACEN para o mesmo período, que é de -3,9% do PIB.

17,5% para 12,8% do PIB). Trata da menor taxa de poupança doméstica desde o início do período considerado, em 2000.

3. Redução da taxa doméstica de poupança resulta da queda da poupança das empresas e do setor público

Com os novos dados, que melhor traduzem o resultado das contas públicas nos últimos anos, verifica-se que essa queda da poupança doméstica resulta de forte redução da taxa de poupança do setor privado e do aumento da poupança negativa do setor público. No gráfico 02 são apresentadas estimativas⁵ das taxas médias de poupança dos setores público e privado em percentagem do PIB desde o ano de 2.000 até o terceiro trimestre de 2014.

GRÁFICO 02



De 2000 a 2009 IBGE; de 2010 a 2013 utiliza-se do Primário Efetivo Tendências (PET) e dos investimentos de administrações públicas, divulgados pelo Min. da Fazenda, para projetar a poupança das Adm. Públicas, projeção CEMEC com setor privado por resíduo.

Da mesma forma que no Estudo Especial CEMEC de novembro de 2014, verifica-se acentuada queda da poupança do setor privado. Com os dados

⁵ Os dados de poupança nacional bruta de 2000 a 2009 são das Contas Nacionais do IBGE, 2010 a setembro de 2014 são estimativas CEMEC.

atualizados entre 2010 (19,1%) e os quatro trimestres terminados em setembro de 2014, a taxa de poupança do setor privado se reduz em 3,3 pontos percentuais, para apenas 15,8%. É o menor resultado do período considerado a partir de 2000.

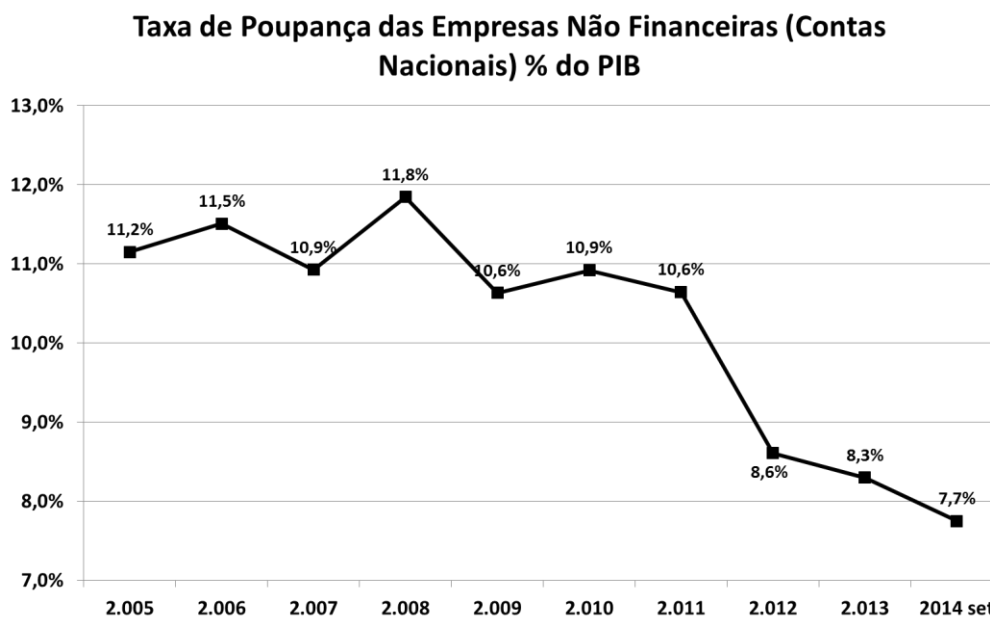
A estimativa da poupança do setor público, que no estudo de anterior teria permanecido negativa mas praticamente estável de 2010 até 2013, apresenta agora acentuada deterioração. A estimativa feita com os novos números indica aumento da poupança negativa de cerca de 1,5% do PIB em 2010 para 2,9 % negativos nos 12 meses terminados em setembro de 2014. Usando essas estimativas, conclui-se que a queda da poupança privada explicaria cerca de 70% da queda a poupança bruta, ou seja 3,3% num total de 4,7% do PIB, cabendo ao setor público os 30% restantes, equivalentes a 1,4% do PIB.

Para obter a estimativa da poupança das empresas, adotou-se a hipótese de que no período de 12 meses terminados em setembro de 2014 a taxa de poupança das famílias permaneceu constante no nível observado em 2013. Essa hipótese supõe a manutenção da estabilidade da taxa de poupança das famílias nos três primeiros trimestre de 2014, reproduzindo o padrão observado desde 2005.

Com essas hipóteses, a poupança das empresas não financeiras⁶ apresenta o comportamento apresentado no gráfico 03

⁶ Admite-se também que a poupança das empresas financeiras, no período de 12 meses terminados em setembro de 2014, tenha mantido o mesmo coeficiente de participação na poupança das empresas de 2013 o que equivale a 24% da poupança total das empresas.

GRÁFICO 03



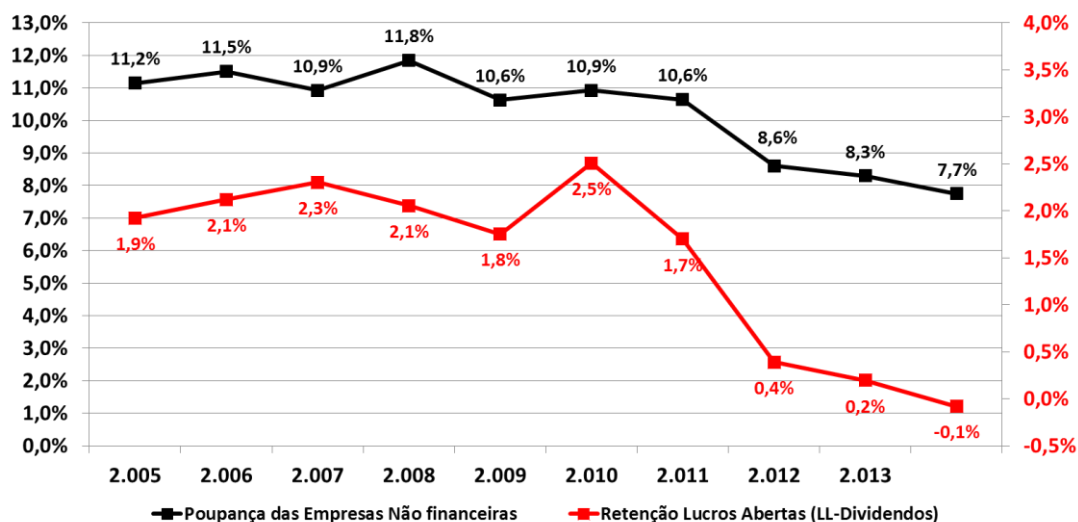
Essas estimativas sugerem que a poupança das empresas não financeiras, na forma de lucros retidos, teria mantido até setembro de 2014 a tendência negativa já observada nos períodos anteriores. Desde 2010 até essa data a taxa de poupança dessas empresas em relação ao PIB teria caído cerca de 3,2 pontos percentuais (de 10,9% para 7,7% do PIB), redução essa que reproduz praticamente toda a queda estimada da poupança do setor privado, com base nas hipóteses de projeção adotadas.

4. Poupança das companhias abertas não financeiras acompanha queda estimada no nível de contas nacionais até 09/2014

No Gráfico 04 é apresentada a estimativa da poupança das empresas não financeiras, no conceito de contas nacionais no período de 2005 até os 12 meses encerrados em setembro de 2014, em comparação com a evolução dos lucros retidos apurados na consolidação de balanços das companhias abertas não financeiras no mesmo período.

GRÁFICO 04

Taxa de Poupança das Empresas Não Financeiras (Contas Nacionais) e Retenção de Lucros das Abertas Não financeiras (com Petro, Eletro e Vale) em % do PIB

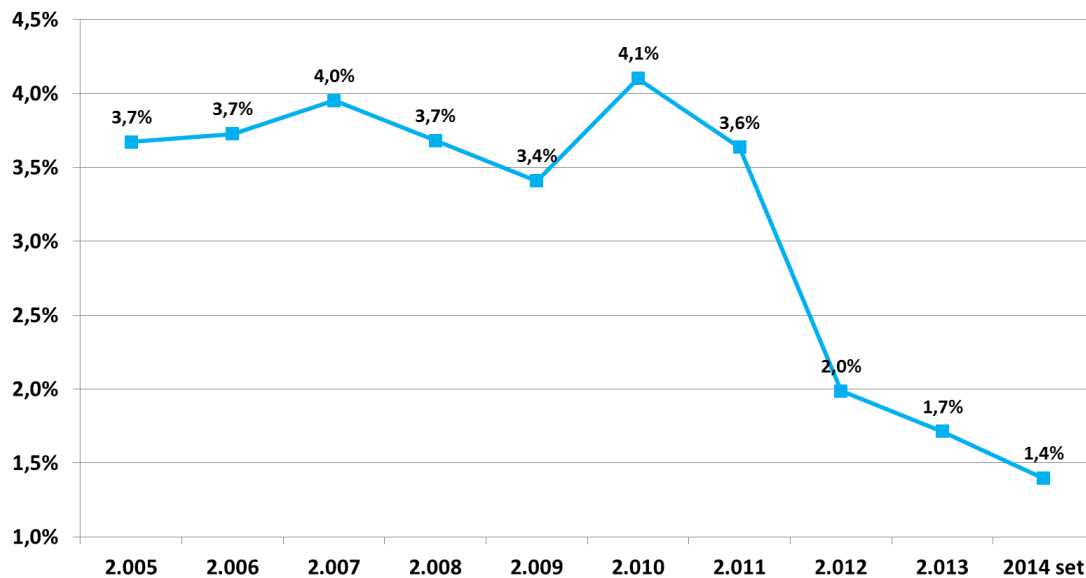


Esses dados sugerem que a queda de lucros retidos das companhias abertas, incluindo Petrobras Eletrobras e Vale respondem por uma parcela muito significativa da redução de poupança das empresas não financeiras, estimada em 3,2 pontos percentuais do PIB. O fluxo de lucros retidos dessas empresas se reduziu no período de 2010/2014set em 2,6 pontos percentuais do PIB, de 2,5% para -0,1% do PIB. Note-se que nessas companhias a distribuição de resultados corresponde à distribuição de lucros acumulados cujo valor em cada período pode ser igual, maior ou menor que o lucro gerado nesse mesmo período. A obtenção de um valor negativo de -0,1% do PIB no período de 12 meses terminado em setembro de 2014, mostra que nesse período o valor dos dividendos distribuídos foi maior que o lucro líquido gerado.

Verifica-se que esse resultado é gerado pela combinação de uma queda acentuada do lucro líquido com a relativa manutenção da distribuição de dividendos. O Gráfico 05 apresenta a evolução do lucro líquido dessas empresas calculado como porcentagem do PIB no período considerado.

GRÁFICO 05

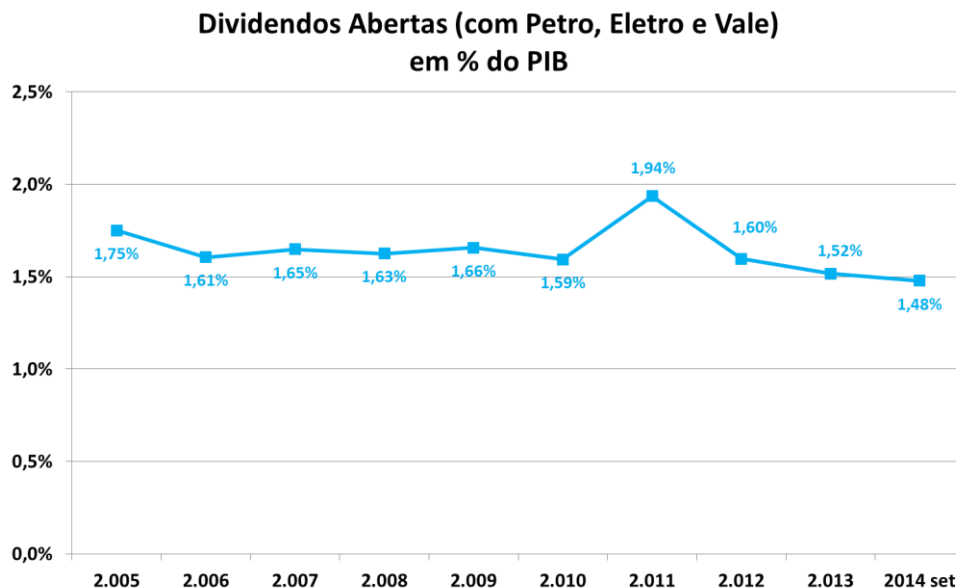
Lucros Líquidos Abertas (com Petro, Eletro e Vale) em % do PIB



O lucro líquido reduziu-se em 2,7 pontos percentuais do PIB, de 4,1% em 2010 para 1,4% nos 12 meses terminados em 09/2014. Essa redução foi transferida integralmente para os lucros retidos, de vez que a distribuição de dividendos manteve praticamente o mesmo nível de 2010, como indicado no Gráfico 06.

GRÁFICO 06

Dividendos distribuídos cias. Abertas não financeiras com Petro, Eletro e Vale



Embora o coeficiente de dividendos apresente tendência negativa a partir do pico observado em 2011⁷, verifica-se que o valor distribuído em 2014set, de 1,48% do PIB é muito próximo do observado em 2010 de 1,59% do PIB. Verifica-se que esse número é ligeiramente superior ao lucro líquido, de 1,4% do PIB.

5. Demais empresas abertas têm queda de poupança menos intensa que Petrobras, Eletrobras e Vale

O grande peso de Petrobras, Eletrobras e Vale nesses números, pode comprometer a validade de estender essas conclusões para as demais empresas. Desse modo, é importante examinar o desempenho separado das demais companhias abertas em comparação com os resultados dessas três grandes companhias. .

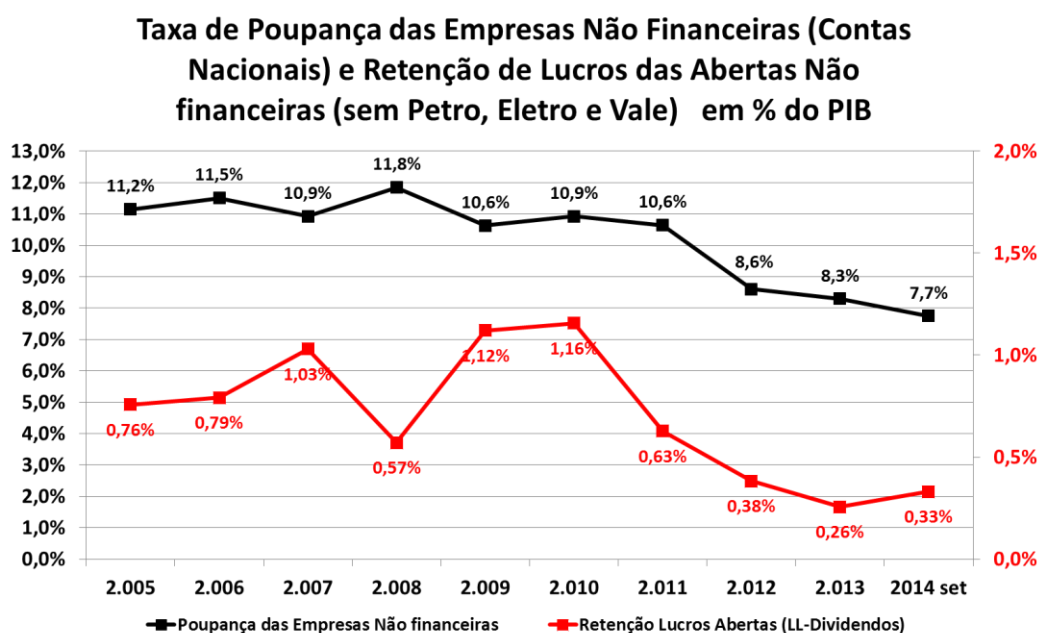
Nos gráficos 07, 08 e 09 é possível verificar o comportamento separado do agregado das demais empresas, com a exclusão da Petrobras, Eletrobras e Vale

⁷ A forte distribuição de dividendos em 2011 certamente reflete o forte crescimento de lucros ocorrido em 2010, como se vê no Gráfico 05.

da base de dados. Conclui-se que as tendências gerais são as mesmas, com menor intensidade de redução de lucros e de lucros retidos. Os dividendos foram mantidos em 2014 em níveis próximos dos distribuídos em 2010.

- a. **Lucros retidos:** embora se observe forte queda entre 2010 e 2014set, de 1,16% para 0,33% do PIB, sua intensidade é menor que a observada na amostra total e não atinge valores negativos, além de indicar alguma recuperação já em 2014, a redução de 0,83 ponto porcentual do PIB da taxa de poupança dessas empresas representa pouco menos de 1/3 (apenas 32%) da queda de 2,6 pontos porcentuais do total das cias. abertas não financeiras (**Gráfico 07**).

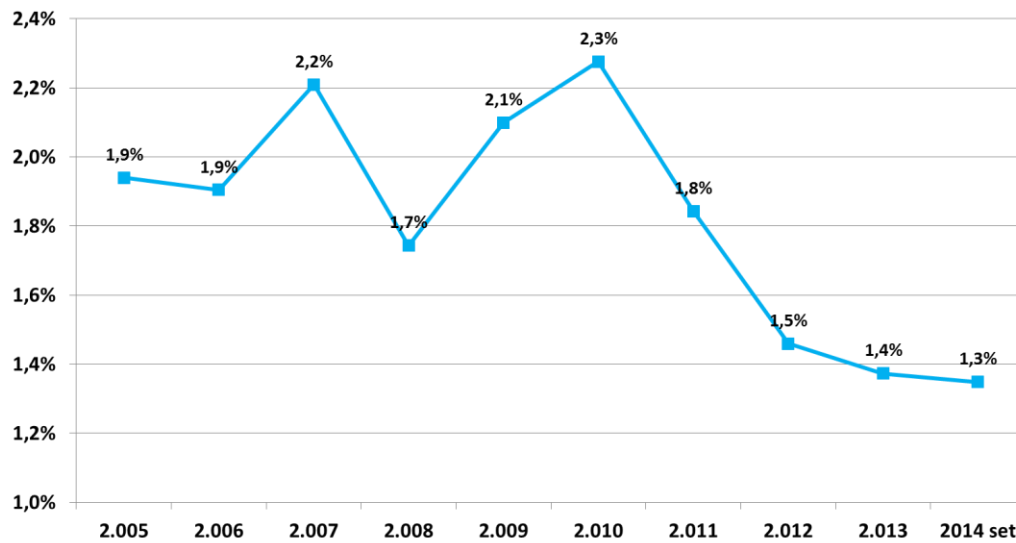
GRÁFICO 07



- b. **Lucro líquido:** observa-se queda de lucro líquido em menor intensidade que na amostra total, quando o resultado de 2014 é ainda um pouco maior que a metade do observado em 2010 (1,3% para 2,3% do PIB);

GRÁFICO 08

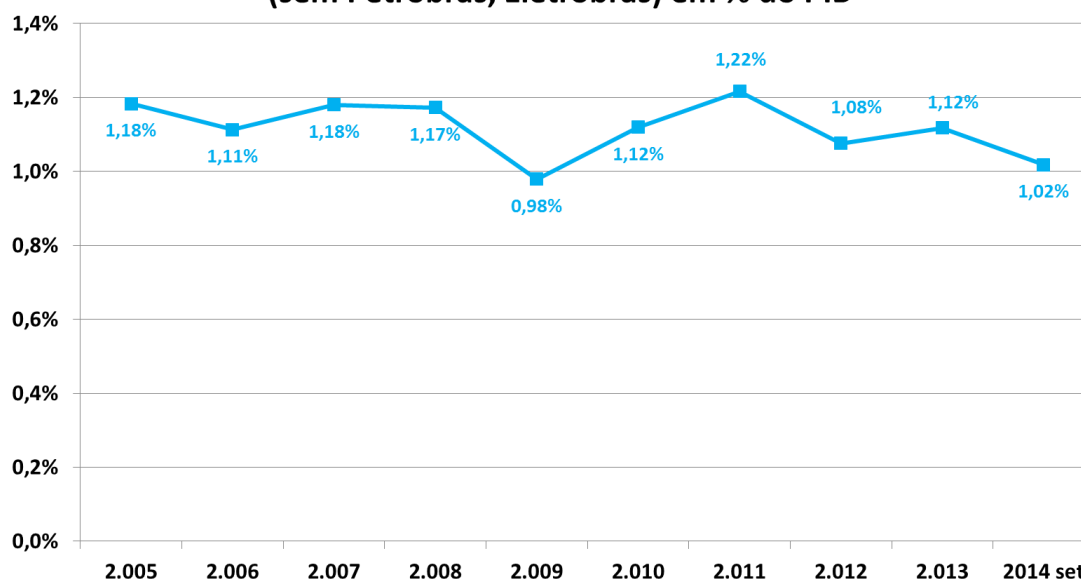
Lucros Líquidos Abertas (sem Petro, Eletro e Vale) em % do PIB



- c. **Dividendos:** da mesma forma que na amostra completa, os dividendos apresentam alguma queda após o pico observado em 2011, mas ainda em 2014 atingem 1,02% do PIB, nível não muito distante do realizado em 2010 (1,12 % do PIB).

GRÁFICO 09

Dividendos Abertas (sem Petrobras, Eletrobras) em % do PIB

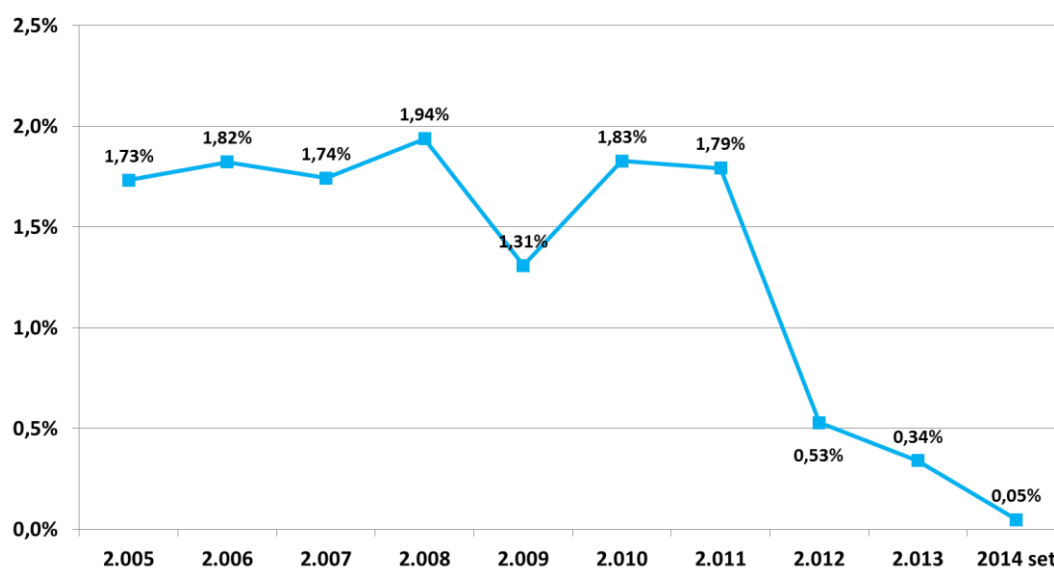


A análise dos dados de balanços consolidados de Petrobras, Eletrobras e Vale mostra redução de mais intensidade de lucro líquido e lucros retidos. Entretanto, pode-se lembrar que os resultados da Petrobras e Eletrobras sofreram grande impacto de políticas públicas envolvendo controle de preços de combustíveis e perdas associadas ao vencimento antecipado de contratos de concessão. Por sua vez, a Vale se deparou com situações de mercado e investimentos e eventos de natureza tributária com impacto negativo sobre seus resultados.

- a. **Lucro líquido:** como se observa no Gráfico 10, entre 2010 e 2014 set o lucro líquido de Petrobras, Eletrobras e Vale teve queda de quase 100%, reduzindo-se de 1,83% para apenas 0,05% do PIB, movimento muito mais intenso que nas demais empresas da amostra.

GRÁFICO 10

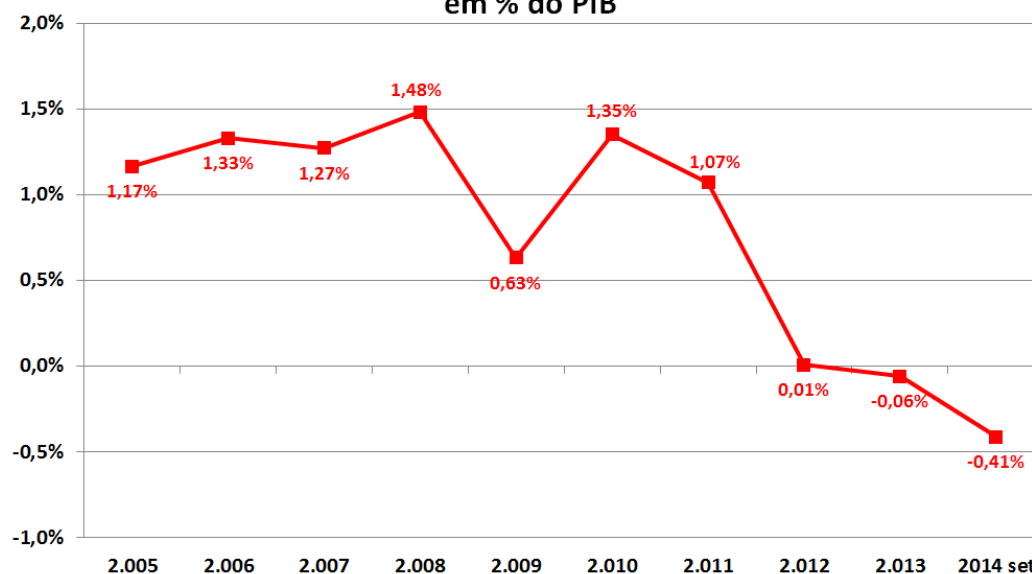
**Lucros Líquidos Petrobras, Eletrobras e Vale
em % do PIB**



- b. **Lucros retidos:** queda de 1,35% para valor negativo de -0,41% do PIB em 2014set, refletindo a distribuição de dividendos em valor superior aos lucros gerados no exercício (**Gráfico 11**).

GRÁFICO 11

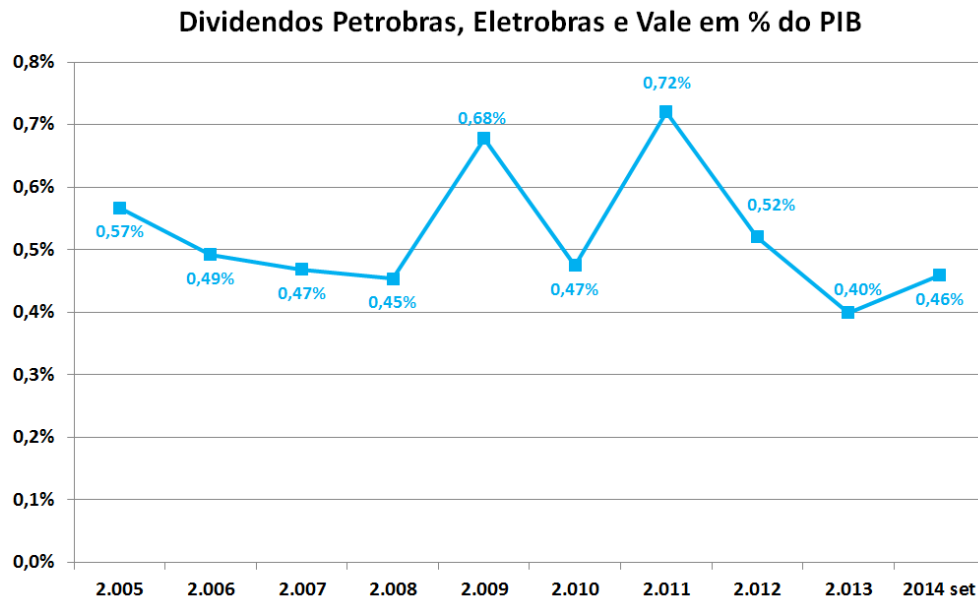
**Retenção de Lucros Petrobras, Eletrobras e Vale
em % do PIB**



- c. **Dividendos:** a queda do coeficiente de distribuição de dividendos entre 2010 e 2014, de 0,72% para 0,46% do PIB foi muito menos intensa que a

redução de lucro líquido (**Gráfico 12**); apesar da manutenção da tendência de queda de lucro líquido até 2014, verifica-se ainda um aumento de distribuição de lucros de 0,40% para 0,46% do PIB nesse último período.

GRÁFICO 12



6. Maioria dos setores tem queda de lucro de líquido no período de 2010-2014 set

Na tabela 01, são apresentados os dados referentes ao lucro líquido consolidado de companhias abertas classificadas em seis setores, incluídas Petrobras, Eletrobras e Vale em 2010 e 2014 set.

TABELA 01

ANÁLISE DO LUCRO DAS EMPRESAS ABERTAS NÃO FINANCEIRAS - 2014 set x 2010: COM PETROBRÁS, ELETROBRÁS e VALE

SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	% NEG	LL2014 set	LL2010	VAR PERC
Indústria Extrativa	16	1	-47.277	2	-47.261	3	66,7%	-11.884	35.377	- 133,6%
Serviços	13.213	48	-29.770	78	-16.558	126	61,9%	28.060	44.618	-37,1%
Indústria Transformação	11.728	55	-30.364	64	-18.635	119	53,8%	47.130	65.765	-28,3%
Construção Civil	1.528	18	-4.450	9	-2.921	27	33,3%	3.029	5.951	-49,1%
Comércio	3.037	13	-1.579	12	1.458	25	48,0%	4.391	2.933	49,7%
Agropecuária	60	2	-7	1	52	3	33,3%	71	19	274,8%
TOTAL	29.581	137	-113.447	166	-83.866	303	54,8%	70.797	154.663	-54,2%

É importante levar em conta que o número de empresas consideradas na amostra em alguns setores é muito reduzido. Entretanto, podem ser destacadas algumas observações:

- Nesse nível de agregação, empresas classificadas nos setores de comércio e agropecuária são as únicas com variação positiva de lucros;
- Mais de metade (54,8%) de todas as empresas da amostra apresentam variação negativa de lucro líquido, com destaque para os setores de mineração (66,7%), serviços (61,9%) e indústria de transformação (53,8%);

Os resultados obtidos com a exclusão da Petrobras (indústria de transformação) Eletrobras (serviços) e Vale (extrativa) são apresentados na Tabela 02.

TABELA 02

ANÁLISE DO LUCRO DAS EMPRESAS ABERTAS NÃO FINANCEIRAS - 2014 set x 2010: SEM PETROBRÁS, ELETROBRÁS e VALE

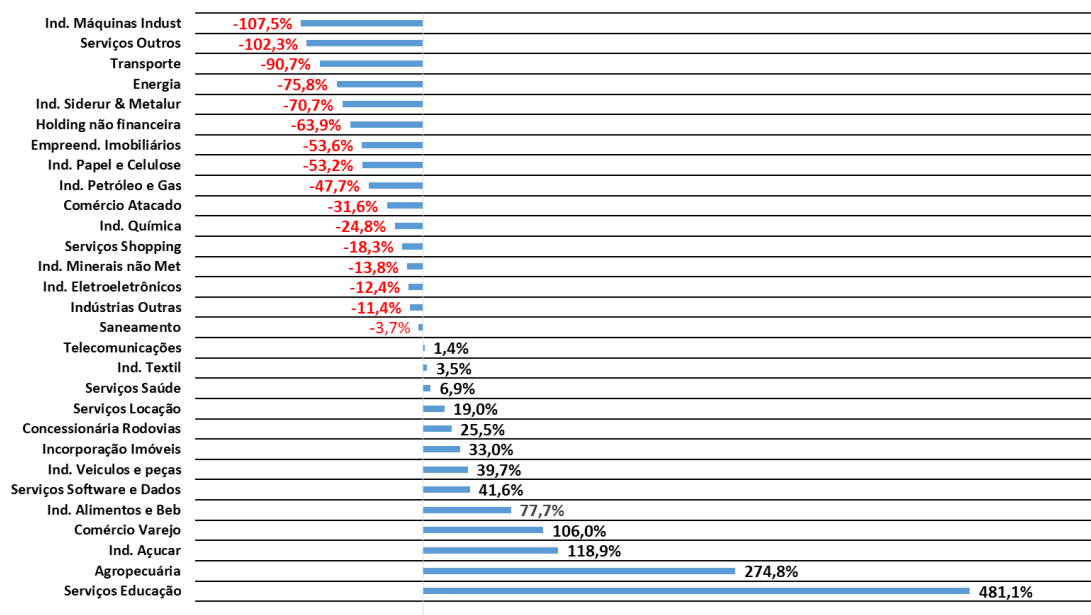
SETORES	VAR POSITIVA	No.	VAR NEGATIVA	No.	VAR TOTAL	No.	% NEG	LL2014 set	LL2010	VAR PERC
Indústria Extrativa	16	1	-7.233	1	-7.217	2	50,0%	-2.261	4.955	-145,6%
Serviços	13.213	48	-19.860	77	-6.647	125	61,6%	35.418	42.065	-15,8%
Indústria Transformação	11.728	55	-13.877	63	-2.149	118	53,4%	27.715	29.864	-7,2%
Construção Civil	1.528	18	-4.450	9	-2.921	27	33,3%	3.029	5.951	-49,1%
Comércio	3.037	13	-1.579	12	1.458	25	48,0%	4.391	2.933	49,7%
Agropecuária	60	2	-7	1	52	3	33,3%	71	19	274,8%
TOTAL	29.581	137	-47.005	163	-17.424	300	54,3%	68.363	85.787	-20,3%

Fica evidente que o principal efeito da exclusão dessas empresas é a redução da intensidade da queda de lucro líquido dos serviços, de -37,1% para -15,8% e principalmente da indústria de transformação, de -28,3% para apenas -7,2%. Essa exclusão praticamente não altera os citados percentuais que se referem à proporção de empresas que apresentam redução de lucro líquido no período considerado.

No **Gráfico 13** é apresentada a variação percentual de lucro líquido entre 2010 e 2014 set, por subsetores, ordenada desde aqueles que mais sofreram perdas até os que apresentaram maior variação positiva de resultados, calculados na amostra completa, com Petrobras, Eletrobras e Vale.

GRÁFICO 13

Variação do Lucro Líquido 2010/2014 set em %



Entre os subsetores com maior intensidade de perdas de lucro líquido, predominam aqueles da indústria, inclusive de construção. Agropecuária, comércio e outros serviços predominam entre os subsetores que apresentam variação positiva. Uma análise mais aprofundada, que não faz parte desta nota, certamente identificaria alguns dos principais fatores importantes condicionantes desse desempenho, tais como valorização cambial, elevação de custos domésticos e o impacto de políticas públicas adotadas nesse período, algumas delas examinadas no Estudo Especial CEMEC de novembro de 2014.

Finalmente, no **Gráfico 14**, é apresentada a distribuição da variação absoluta de lucro líquido das empresas abertas não financeiras classificadas nos subsetores indicados, entre 2010 e 2014 set.. Fica ainda mais evidente a predominância de variações negativas de resultados, com saldo líquido total negativo de R\$ 83,9 bilhões, resultado de reduções de lucro líquido no valor total de R\$ 113,5 bilhões e aumentos totais de R\$ 29,6 bilhões.

GRÁFICO 14

Variação do Lucro Líquido 2010/2014 set em R\$ milhões



Nas próximas Notas CEMEC o foco será o comportamento dos investimentos das companhias abertas não financeiras e uma análise do impacto de alguns fatores na redução da taxa de retorno do capital investido nessas empresas.