



**NOTA CEMEC 05/2015**

**INVESTIMENTO E RECESSÃO NA ECONOMIA  
BRASILEIRA 2010-2015: UMA ANÁLISE SETORIAL**



**Agosto de 2015**



**FIPECAFI**  
Cultura Contábil, Atuarial e Financeira



O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões de compra ou venda de quaisquer ativos ou quaisquer outras que possam causar danos ou 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 junho de 2015.

Dúvidas e Comentários:

[cemec.ibmec@gmail.com](mailto:cemec.ibmec@gmail.com)

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antônio Rocca

Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Elaine Alves Pinheiro e Fernando M. Fumagalli



**NOTA CEMEC 05 - agosto de 2015**

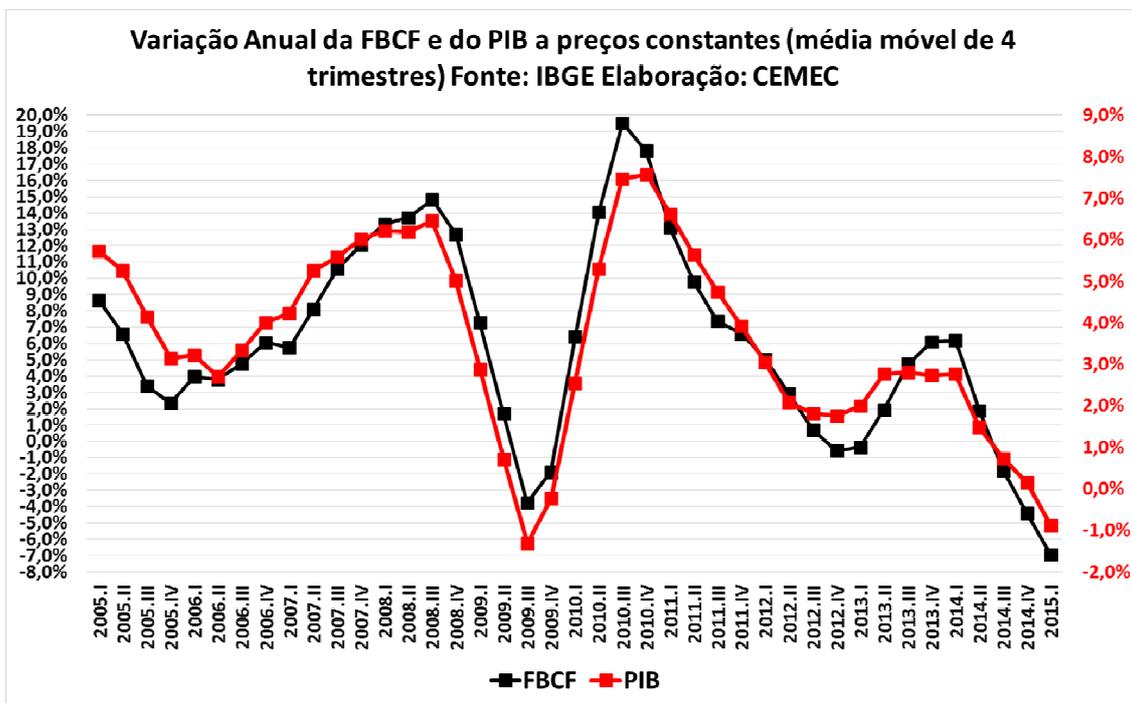
## **INVESTIMENTO E RECESSÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA 2010-2015: UMA ANÁLISE SETORIAL**

A intensidade do processo recessivo observado na economia brasileira em 2015 e a identificação dos fatores que de algum modo são responsáveis por esse movimento tem ocupado parcela considerável do debate econômico atual. Até o ajuste fiscal proposto pela área econômica do Governo tem sido apontado como uma das causas da queda do nível de atividade e do emprego, não obstante parcela considerável das medidas sugeridas não tenham sido aprovadas ou implementadas até o momento.

Certamente a reversão da tendência de crescimento dos preços de commodities, origem dos ganhos de relações de troca auferidos no período anterior, bem como a moderação do impacto do crédito ao consumo imposta pelo elevado endividamento das famílias tem impactos negativos sobre o crescimento.

Entretanto, existem razões para acreditar que o principal fator de arrefecimento da economia e sua entrada em recessão resulta da forte queda dos investimentos, seja por seu efeito direto sobre a demanda seja pelo seu efeito multiplicador de renda. O **Gráfico 01** mostra a elevada correlação ente as variações do investimento e do PIB no período de 2005 até o primeiro trimestre de 2015.

### **GRÁFICO 01**



Fonte: IBGE – Elaboração: CEMEC

A primeira constatação é que a forte desaceleração do investimento e do PIB têm início no segundo trimestre de 2014. **O Gráfico 01** mostra que as taxas e de variação da média móvel de quatro trimestres do PIB acompanham de perto o comportamento do mesmo indicador calculado para a formação bruta de capital fixo em todo o período examinado. Imediatamente após o período de crescimento do investimento ocorrido no início de 2013, representando um ciclo de recuperação da crise de 2008, ocorre acentuada queda das taxas de crescimento da formação bruta de capital fixo, ao longo de 2014, até atingir taxas negativas superior a 7% calculada na média móvel de quatro trimestres terminados no primeiro trimestre de 2015.

Desse modo, a análise desses números sugere pelo menos duas observações. A primeira é a de que a recessão ora em curso teve início no começo de 2014<sup>1</sup>, quando o PIB crescia a uma taxa anual da ordem de 3% tendo entrada em queda daí por diante até apresentar porcentual negativo de 1% no período anual terminado no primeiro no trimestre de 2015. Ou seja, a forte desaceleração da economia ocorre em período de forte expansão de gasto público e antecede, portanto, qualquer impacto de ajuste fiscal iniciado parcialmente em 2015. A segunda observação é a de que, além de alguns outros fatores com impacto negativo já mencionados anteriormente, a forte reversão da taxa de variação do investimento parece ser o mais importante. Os dados mostram que a formação bruta de capital fixo crescia cerca de 6%a.a.

<sup>1</sup> Conclusão análoga foi anunciada recentemente pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos do Instituto Brasileiro de Economia da FGV (IBRE), que em sua reunião de 30 de julho último concluiu que o processo recessivo atual teve início no segundo trimestre de 2014.

ainda nos primeiros dois trimestres de 2014, para cair de modo acentuado daí por diante, até atingir uma queda anual da ordem de 7% no primeiro trimestre de 2015.

Estimativas do CEMEC sugerem que a queda do investimento agregado se concentra no investimento privado e particularmente nas empresas não financeiras. Na Tabela 01 são apresentadas as estimativas feitas pelo CEMEC para a decomposição do investimento calculado pelo IBGE, em três componentes: setor público, empresas financeiras e famílias e empresas não financeiras.

**TABELA 01**

**COMPOSIÇÃO PORCENTUAL DO INVESTIMENTO POR FONTE - % do PIB**

**2010/2014**

<b>ITENS</b>	<b>2010</b>	<b>2014</b>	<b>2014-2010</b>
<b>Investimento</b>	<b>21,8%</b>	<b>20,1%</b>	<b>-1,7%</b>
<b>Administração Pública</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-0,2%</b>
<b>Empresas Financeiras e Famílias</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,6%</b>	<b>0,2%</b>
<b>Empresas Não Financeiras</b>	<b>13,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>-1,8%</b>

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

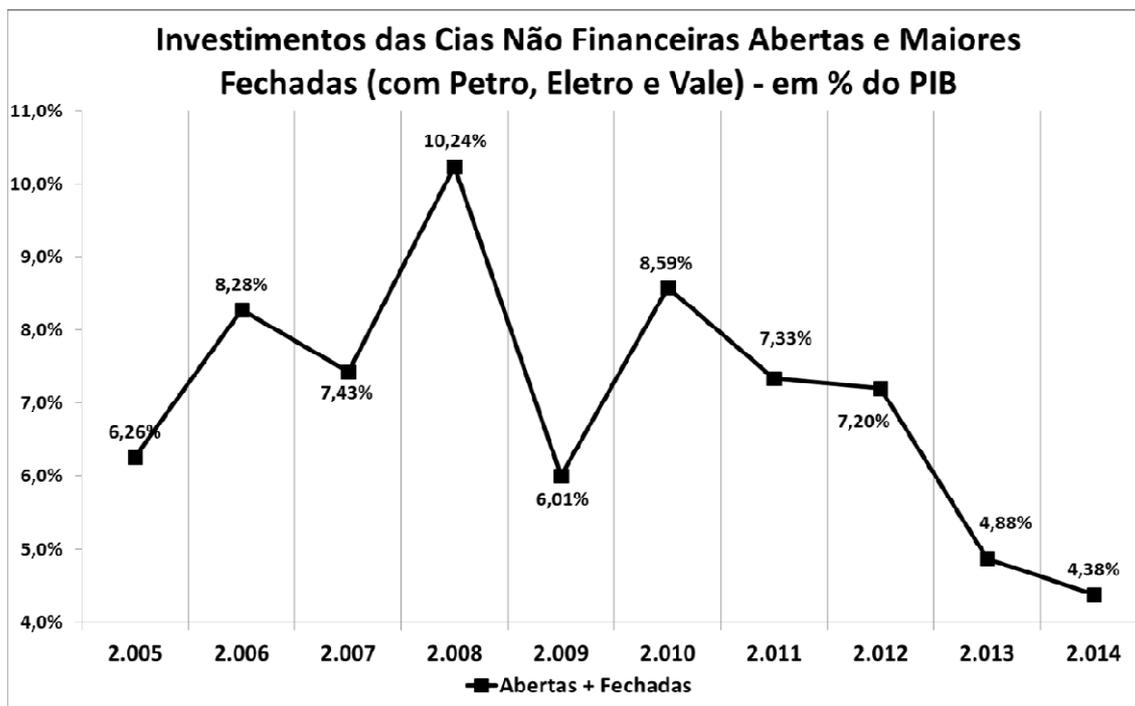
Verifica-se que a queda do investimento das empresas não financeiras em relação ao PIB no período de 2010 a 2014 (-1,8%) é ainda maior que a redução do investimento total (-1,7%), tendo sido compensada parcialmente pelo resultado líquido do aumento do investimento de empresas financeiras e famílias (+ 0,3%) e queda do investimento da administração pública (-0,2%).

Essas estimativas são confirmadas pelos números obtidos com a consolidação de balanços de uma amostra das maiores empresas não financeiras<sup>2</sup>. No Gráfico 02 é possível observar a evolução da estimativa dos investimentos<sup>3</sup> realizados por essas empresas no período de 2005 a 2014, como porcentual do PIB.

**GRÁFICO 02**

<sup>2</sup> Foi feita a consolidação de balanços de todas as 320 companhias abertas não financeiras e de mais de 400 maiores empresas fechadas; estima-se que essa amostra represente cerca de 25% do PIB.

<sup>3</sup> Trata-se da variação ano a ano do saldo dos ativos imobilizados, sem desconto da depreciação, e outras contas, conceito próximo da formação bruta de capital fixo das contas nacionais.

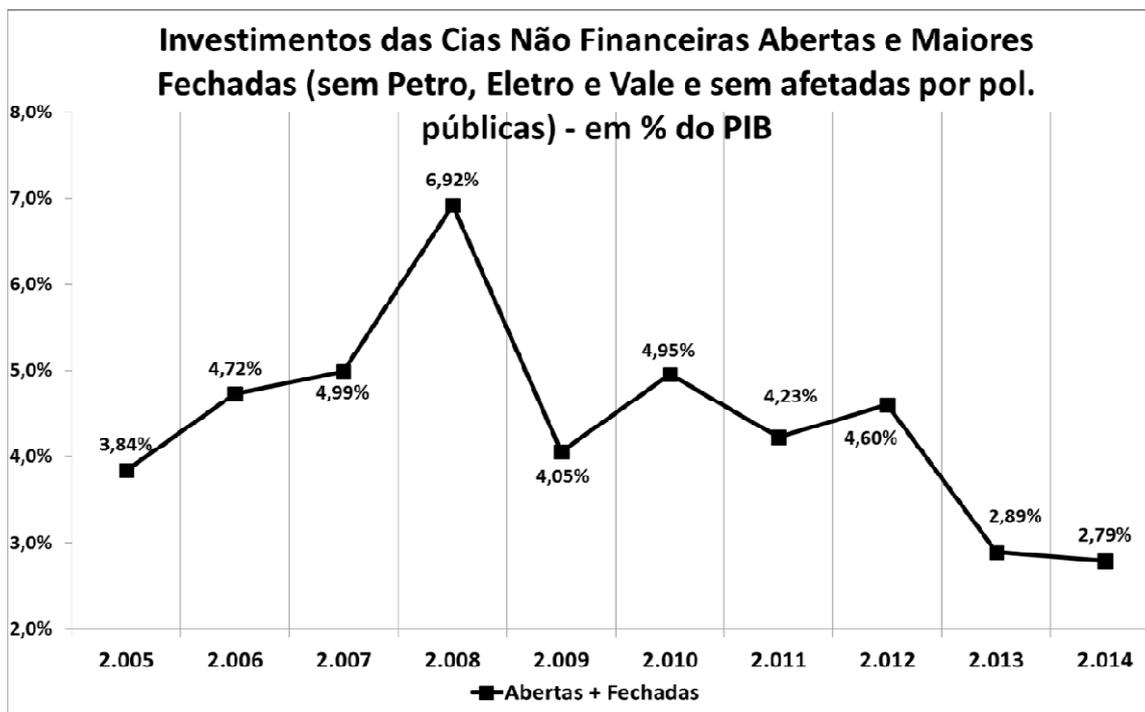


Os números obtidos a partir dessa amostra, com a participação de Petrobras, Eletrobrás e Vale, mostram uma redução de cerca de 50% dos investimentos como porcentagem do PIB entre 2010 (8,59%) e 2014 (4,38%). Nesse conjunto de empresas, a queda dos investimentos teria ocorrido já a partir de 2011, anteriormente ao que se observa nos dados de contas nacionais (Gráfico 01), não obstante a maior redução se observe em 2013 e 2014.

É importante registrar que muitas empresas dessa amostra foram afetadas no período diretamente por decisões de políticas públicas, que certamente tiveram forte impacto nos seus resultados e nas suas decisões de investimento. É o caso por exemplo, da Petrobras, cujos preços foram contidos como instrumento de política anti-inflacionária, decisões essas que comprometeram também a situação financeira das usinas de etanol. Por sua vez, os lucros e investimentos da Eletrobras e outras empresas do setor elétrico refletem as repercussões de mudanças na política de renovação de contratos de concessão. A Vale tem peso considerável nos resultados da amostra, e sofreu no período o impacto de fatores específicos, ligados à queda de preços internacionais e eventos tributários pontuais.

Desse modo é interessante verificar o que ocorreu com os investimentos das demais empresas da amostra, quando se exclui aquelas afetadas por políticas públicas e a Vale. O **Gráfico 03** apresenta as estimativas dos investimentos dessas empresas como porcentagem do PIB no período de 2005 a 2014.

**GRÁFICO 03**

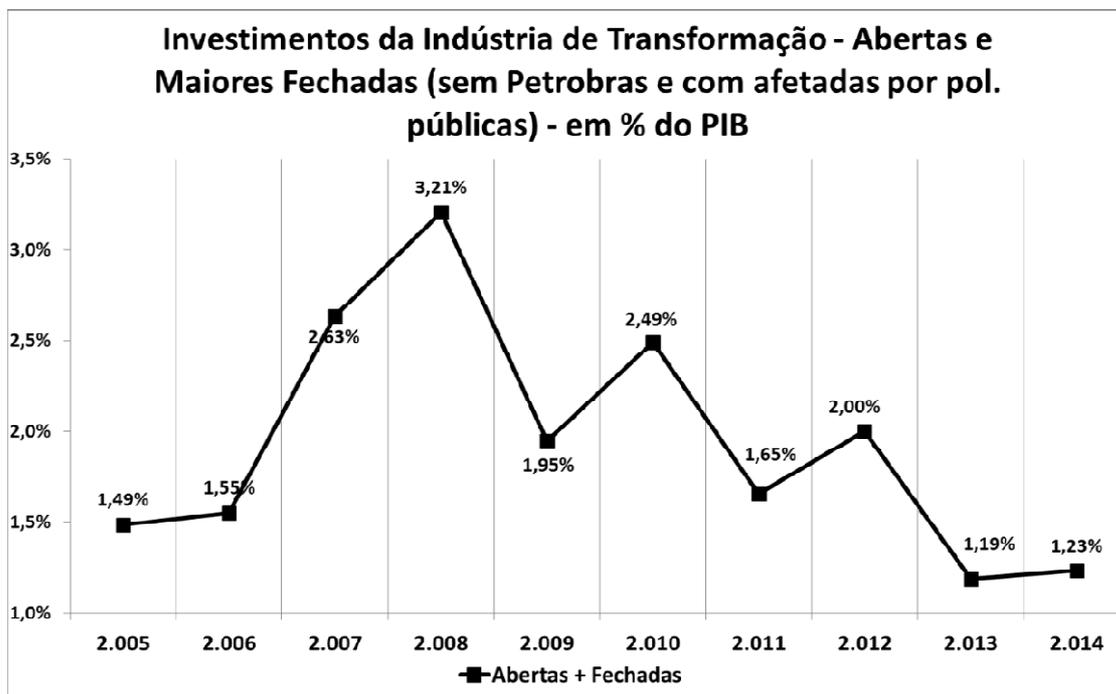


Fonte: CEMEC

Essas estimativas mostram comportamento dos investimentos dessas empresas semelhante ao observado nas taxas de variação do investimento total das contas nacionais (Gráfico 01). O período de 2010 a 2012 configura um ciclo de recuperação da crise que atingiu seu ponto mais baixo em 2009. A queda dos investimentos ocorre a partir de 2013, atingindo em 2014 percentual do PIB (2,79%) cerca de 40% inferior ao observado em 2012 (4,60%).

Outros trabalhos do CEMEC têm mostrado que apesar dessas tendências negativas no agregado das empresas não financeiras, o conjunto das empresas do comércio, da agropecuária e de serviços (não comercializáveis) apresentaram variações positivas de resultados no período de 2010 a 2014, enquanto que empresas da indústria de transformação apresentaram o pior desempenho. O Gráfico 04, mostra evolução dos investimentos estimados das empresas da indústria de transformação, excluídas da amostra a Petrobras e outras empresas do setor afetadas por políticas públicas.

**GRÁFICO 04**



Os números do Gráfico 04 evidenciam uma queda mais intensa dos investimentos das empresas da indústria de transformação quando comparada com a observada no agregado das empresas não financeiras. Apesar das flutuações interanuais, desde 2010 e até 2014 é possível identificar forte tendência negativa. Nesse período os investimentos em relação ao PIB caem mais de 50%, de 2,41% em 2010, para apenas 1,15%, número que é o menor da série analisada, desde 2005.

Acredita-se que os números apresentados nesta nota podem contribuir para a melhor compreensão das origens e características do atual ciclo recessivo da economia brasileira e, portanto, para a identificação de ações eficazes para sua superação. Em síntese, existem razões para acreditar no seguinte:

1. O atual ciclo recessivo teve início no começo de 2014, fortemente correlacionado com a reversão da taxa de crescimento dos investimentos<sup>4</sup>, que cresciam até então a cerca de 6% a.a. tendo caído daí por diante até apresentarem queda anual ordem de 7% no primeiro trimestre de 2015;
2. Estimativas do CEMEC mostram que a queda dos investimentos das empresas não financeiras explica praticamente a totalidade da redução dos investimentos da economia brasileira no período de 2010 a 2014.
3. A análise setorial realizada com base numa amostra de empresas não financeiras, constituída de todas as companhias abertas das maiores empresas fechadas mostra que dois grupos de empresas apresentaram as maiores quedas de investimentos:

<sup>4</sup> Formação bruta de capital fixo das Contas Nacionais do IBGE



- a. Empresas afetadas por políticas públicas, como é o caso da Petrobras, Eletrobras e outras empresas também afetadas por essas políticas, onde se incluem também as usinas de etanol;
- b. Empresas da indústria de transformação

Nas próximas notas, o CEMEC deverá apresentar o resultado de outros trabalhos, nos quais o foco será a busca de alguns dos fatores que provavelmente explicam a forte queda dos investimentos após 2010, forte impacto no atual ciclo recessivo da economia brasileira.