

NOTA CEMEC 04/2020

SITUAÇÃO ECONÔMICA E INVESTIMENTOS DAS MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS E A CRISE DO COVID 19¹

Abril 2020

¹ Versão 02

O CEMEC FIPE não se responsabiliza pelo uso dessas informações como base para decisões relacionadas com investimento ou desinvestimento 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 da FIPE. Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões. A publicação foi produzida com as informações existentes em junho de 2019.

Dúvidas e Comentários:

cemec@fipe.org.br

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antonio Rocca

Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli

Sumário

1. Objetivo, dados e metodologia	4
2. Amostra (2009 a 2019)	5
3. Sumário Executivo	6
4. Visão macroeconômica	8
5. Investimentos das empresas da amostra CEMEC Fipe	9
6.0 Alguns fatores condicionantes da decisão de investir	11
6.1 Empresas abertas e fechadas: taxas de retorno e custo do capital	11
6.2 Empresas abertas exceto Petrobras, Eletrobras e Vale: taxas de retorno e custo do capital	13
6.3 Empresas fechadas	20
6.4 Distribuição de frequência da taxa de retorno	22
7.0 Retenção de lucros e distribuição de dividendos	25
8.0 Impacto potencial da crise do COVID 9 sobre as decisões de investimento	28

1. Objetivo, dados e metodologia

O objetivo é analisar a evolução dos investimentos das maiores empresas brasileiras no período de 2010 a 2019 e dos principais fatores condicionantes da decisão de investir : taxas de retomo do capital total investido (ROIC), custo médio ponderado do capital (WACC), retorno dos acionistas (ROE), custo do capital próprio, expectativas de crescimento da demanda, além do nível de utilização de capacidade, índices de incerteza e de confiança empresarial. É analisada também a evolução de indicadores das expectativas de realização de investimentos das empresas, como é o caso dos índices de retenção de lucros e payout.

Os indicadores são calculados com base nas demonstrações financeiras consolidadas de uma amostra de empresas não financeiras que inclui:

- a. Todas as empresas abertas com demonstrações financeiras disponíveis em cada ano;
- b. Um painel fixo de empresas fechadas com base em 2019, que inclui todas essas empresas para as quais são disponíveis demonstrações financeiras no período do 2010 a 2019.

Fontes de dados: ValorPro e Economática; indicadores calculados pelo CEMEC/Fipe

Ajustes realizados nesta segunda versão da Nota CEMEC 04/2020

- a. Correção de algumas distorções no cálculo dos investimentos de 2019 causados pelas novas normas de contabilização das operações de leasing determinadas pelo IFRS 16 e que se tornaram obrigatórias a partir janeiro 2019 e também pela retirada de ágio de rentabilidade futura no caso dos intangíveis. No caso do leasing, a nova norma estabelece a contabilização do valor dos bens objeto do leasing financeiro ou operacional no imobilizado das empresas, fazendo com que o indicador de investimento fixo utilizado neste trabalho, equivalente à diferença de saldos entre 2019 e 2018, seria acrescido indevidamente daquele valor, razão pela qual o mesmo foi excluído. Por outro lado, o saldo de intangíveis incorpora o ágio pela rentabilidade futura de aquisições feitas pelas empresas, mas não corresponde ao conceito de investimento que se propõe medir. Ambos foram excluídos para o cálculo do indicador de investimentos : diferenças anuais de saldos de imobilizado, intangível e diferido mais depreciação do período.
- b. Outra observação relevante diz respeito ao cálculo dos investimentos das empresas em 2013. Mudanças das normas de contabilização (IFRS 11), adotadas de modo diferenciado entre empresas, comprometeram o significado da medida de

investimentos obtida pelas diferenças dos saldos dos ativos imobilizados e intangíveis entre 2013 e 2012. Para a eliminação dos efeitos dessas mudanças exigiria a análise das práticas contábeis descritas nas notas explicativas de cada uma das demonstrações financeiras das centenas de empresas que compõem a amostra, tarefa cuja execução é considerada inviável no momento. Sem prejuízo de um ajuste futuro, a estimativa de investimento das empresas em 2013 adotada nesta Nota equivale à medida aritmética simples do valor dos investimentos calculados para 2012 e 2014.

2. Amostra (2009 a 2019)

a. Tamanho:

1941 empresas não financeiras

305 empresas de capital aberto (todas as abertas em cada ano)

1636 empresas fechadas (painel fixo em 2019)

b. Fonte de Dados:

Empresas fechadas: Maiores e Melhores e ValorPro

Cias abertas: ValorPro

c. Porte das Empresas

Porcentagem de empresas grandes na amostra, com faturamento maior que R\$ 300 milhões: 67% das empresas de capital aberto, 29% das empresas fechadas.

3. Sumário Executivo

3.1 Visão macroeconômica : o aumento da taxa de investimento foi marginal, mantendo ainda nível que se situa entre mais baixos da série desde o ano 2000; chama a atenção a forte queda da taxa doméstica de poupança para apenas 12,2%, o menor nível desde a criação das contas nacionais em 1947.

3.2 Taxa de investimento das empresas da amostra CEMEC Fipe

- a. A taxa de investimentos em relação ao PIB de todas as empresas da amostra, incluindo Petrobras e Vale, tenha apresentado alguma elevação até 2018, esse movimento reverteu em 2019; quando se exclui as três grandes empresas, a taxa de investimentos do conjunto de todas as demais empresas manteve em 2019 a pronunciada tendência de queda observada desde 2014.
- b. De um modo geral a comparação entre taxas de retorno e custos de capital em 2018 e 2019 tem oferecido condições um pouco mais favoráveis para o investimento. Por exemplo, ajudada por acentuada queda do custo médio ponderado do capital (WACC) observada em 2019, a taxa média de retorno do capital total investido da amostra de empresas abertas sem Petrobras Eletrobras e Vale superou pela primeira vez desde 2010 o custo médio ponderado do capital.
- c. As empresas fechadas, que tem custos de capital mais elevados por questões de transparência e governança, apresentam em geral taxas de retorno do capital investido inferiores às das abertas, que se mantem consideravelmente abaixo dos custos de capital; não obstante, a taxa de retorno ao acionista (ROE) apresenta considerável aumento a partir de 2016 de modo a gerar pequeno prêmio de risco em 2018 e 2019.
- d. Embora esses indicadores ainda não permitam concluir pela existência de condições suficientes para induzir decisões de investir em 2019, como aliás é demonstrado ainda por baixas taxas de investimento do conjunto das empresas, no final do ano a expectativa de aceleração das taxas de crescimento e da manutenção de baixas taxas de juros por alguns anos poderiam sustentar a perspectiva alguma retomada dos investimentos das empresas.
- e. Entretanto, nas condições atuais, com o impacto da pandemia do COVID 19 e das medidas de quarentena e de afastamento social necessárias para prevenir o colapso do sistema de saúde, esses resultados perdem significado para formular expectativas para o investimento das empresas. O impacto negativo da crise já se evidencia em algumas variáveis que se supõem relevantes na decisão de investir, como é o caso das

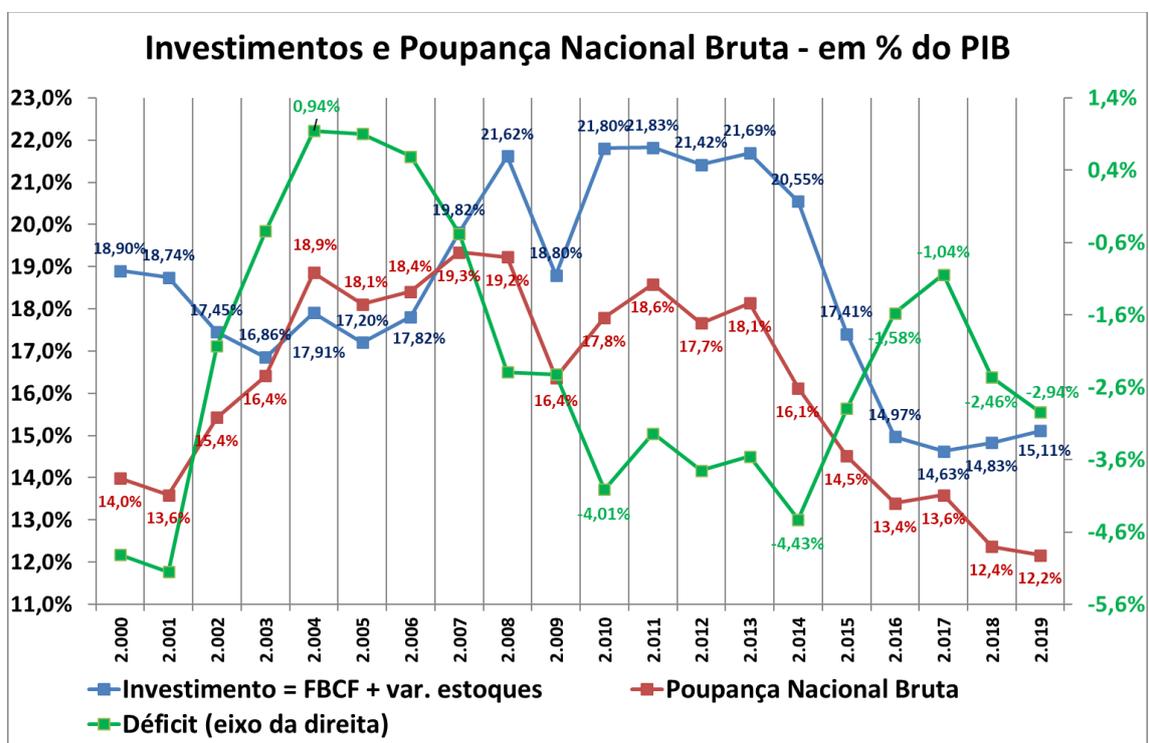
expectativas de crescimento do PIB e da demanda no próximos anos, o esperado aumento da capacidade ociosa, a queda dos índices de confiança e a elevação da incerteza, que já apareceram nos últimos dados.

- f. Além da grande de incerteza que ainda prevalece sobre o próprio andamento da pandemia e a possível adoção de novas ciclos de quarentena e isolamento social, configura-se o enorme desafio de retomar o crescimento, indispensável para absorver o enorme contingente de desempregados e subempregados previsto para os próximos meses, tornar administrável a gestão fiscal e da dívida pública, para colocar apenas algumas questões mais evidentes;
- g. Além da retomada urgente das ações voltadas para a criação de ambiente de negócios favorável ao investimento privado e aumento da eficiência do setor público, como é o caso das reformas tributária e administrativa e outras medidas para flexibilizar o orçamento público, com efeito a médio e longo prazo, existem razões para acreditar na necessidade de ações com impacto mais imediato sobre o investimento privado de vez que a criação de espaço fiscal para retomada de algum significado de investimento público demandará muitos anos de esforço consistente e continuado;
- h. Uma oportunidade a ser examinada com alguma urgência e atenção é a criação de condições para a execução de um ambicioso programa de longo prazo de investimentos em infraestrutura econômica e social, financiado substancialmente por investimento externo, explorando a oportunidades de um cenário internacional de grande liquidez e juros negativos ou próximos de zero que deverá prevalecer após a superação da crise do ECOVID 19.

4. Visão macroeconômica

No ano de 2019 teve continuidade a modesta recuperação da taxa de investimento para 15,11% a partir de 14,63% do PIB em 2017 e 14,83% em 2018. Esse pequeno aumento da taxa de investimento (+0,48p.p. do PIB) foi financiado pelo aumento da poupança externa (+1,9p.p. do PIB) de vez que a poupança doméstica apresenta forte que desde 2017, da ordem de -1,5% do PIB. A taxa de poupança doméstica de 12,2% do PIB atinge assim o menor nível da série de contas nacionais desde o ano de 1947. **(Gráfico 01)**

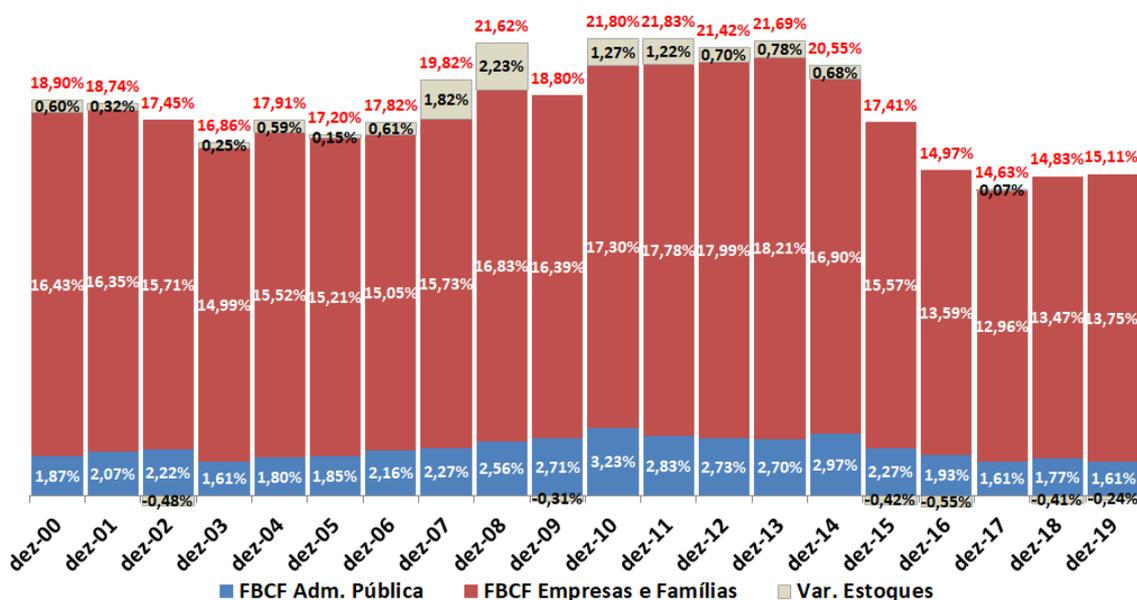
GRÁFICO 01



Como se vê no **Gráfico 02**, o investimento das empresas e famílias representa 89,4% do investimento total. Dadas as limitações fiscais nos próximos anos, a recuperação do investimento depende quase exclusivamente do investimento das famílias e empresas, aí incluídas as grandes estatais, Petrobras e Eletrobras. Mais adiante são feitas algumas observações sobre o cenário desses investimentos com o impacto da crise do COVID 19.

GRÁFICO 02

Investimentos (FBCF + var. estoques) - em % do PIB

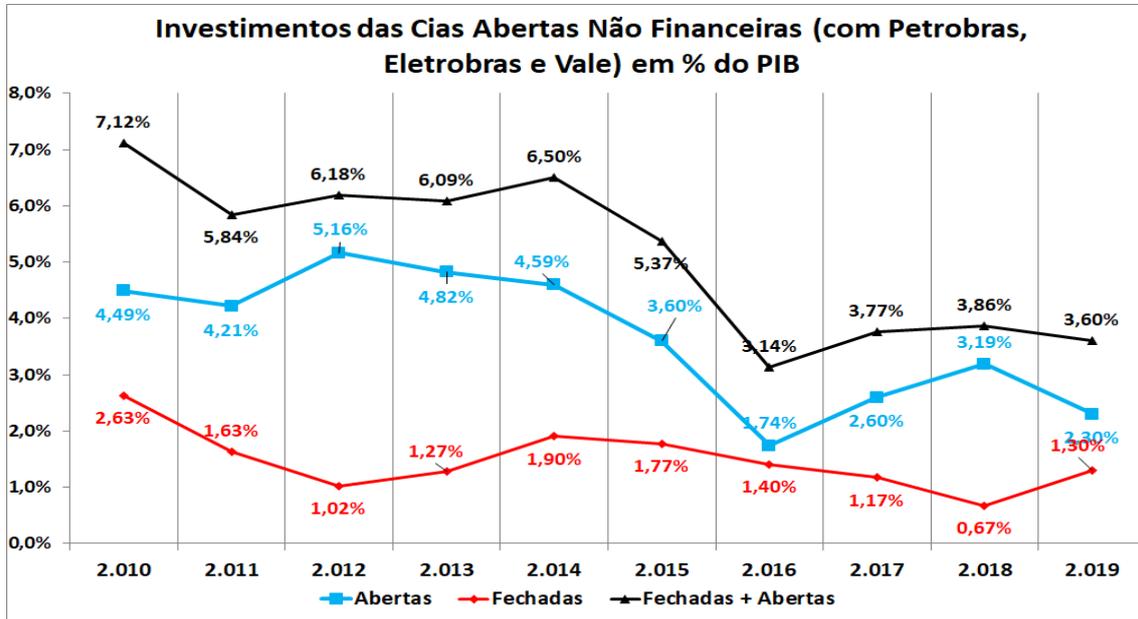


5. Investimentos das empresas da amostra CEMEC Fipe

Como se observa no **Gráfico 03**, a taxa de investimentos de todas as empresas abertas e fechadas da amostra CEMEC Fipe, incluídas Petrobras, Eletrobras e Vale, cai para 3,60% do PIB em 2019, depois de modesta recuperação a partir de 3,14% do PIB em 2016 até atingir 3,86% do PIB em 2018.

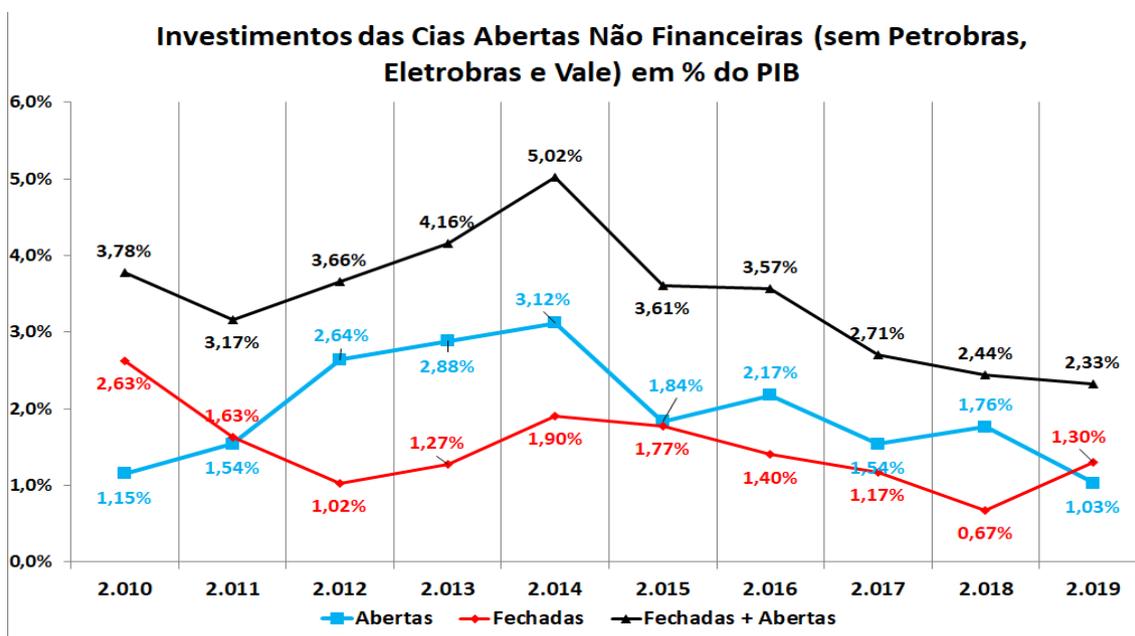
É interessante notar que esse desempenho da amostra total resulta da agregação de comportamentos distintos da taxa de investimentos das empresas abertas e fechadas nos últimos anos, cuja origem exigiria uma análise mais detalhada inclusive quanto à composição setorial desses dois grupos de empresas. Nas empresas fechadas, a taxa de investimentos apresenta uma tendência contínua de queda desde 1,90% do PIB em 2014 até 0,67% do PIB em 2018, revertida pela primeira vez em 2019, com salto para 1,30% do PIB. Nas abertas a taxa 2019 marca a reversão do ciclo de recuperação observado a partir do mínimo de 1,74% do PIB em 2016 até 3,19% em 2018, apresentando agora queda para 2,30% do PIB.

GRÁFICO 03



No **Gráfico 04**, na amostra de abertas e fechadas sem Petrobras, Eletrobras e Vale, o desempenho da taxa de investimentos nos últimos anos não mostra qualquer ciclo de recuperação desde o pico de 5,02% do PIB em 2014 até 2,33% do PIB em 2019, evidenciando que esse ciclo somente ocorreu nas três grandes empresas. Nas abertas, apesar de algumas flutuações, observa-se tendência de queda desde o pico de 3,12% do PIB em 2014, para apenas 1,03% do PIB em 2019, uma das menores taxas de investimentos da série desde 2010. A taxa de investimentos das fechadas tem variação positiva em 2019, mas sem peso suficiente para evitar a queda da taxa de investimentos da amostra total.

GRÁFICO 04



6.0 Alguns fatores condicionantes da decisão de investir

Trabalhos anteriores do CEMEC Fipe mostram que pelo menos duas variáveis têm correlação positiva com a decisão de investir das empresas da amostra CEMEC Fipe:

- Relação entre a taxa de retorno do capital total investido (ROIC) e o custo médio ponderado do capital (WACC): quando ROIC é maior que WACC caracterização situação favorável à decisão de investir;
- Expectativa de crescimento da demanda (PIB) na média dos três anos adiante do ano de referência.

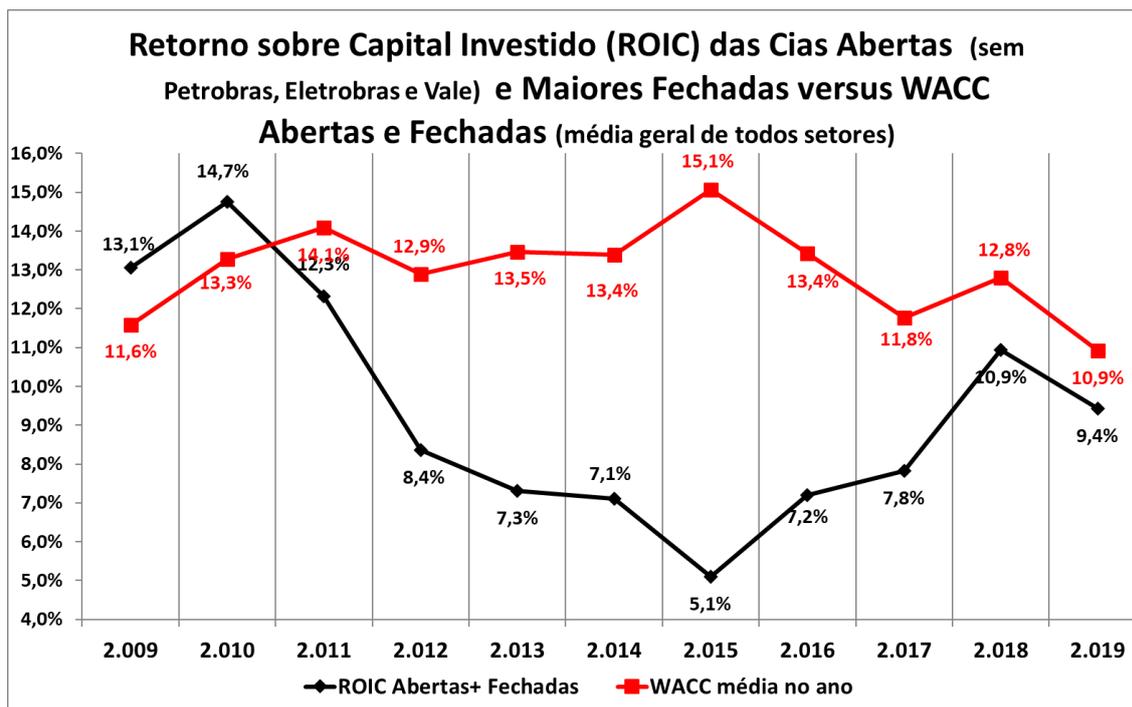
6.1 Empresas abertas e fechadas: taxas de retorno e custo do capital

No **Gráfico 05** é apresentada a comparação entre as taxas de retorno do capital total investido (ROIC) calculadas com os dados consolidados das empresas abertas exceto Petrobras, Eletrobras e Vale, e fechadas, com a estimativa do o custo médio ponderado do capital (WACC). A estimativa do custo médio ponderado de capital usa o custo de médio de capital próprio das

empresas abertas² e o custo médio da dívida de todas as empresas da amostra. Os pesos usados no cálculo da média refletem a estrutura de capital do conjunto dessas empresas.

Nesse nível de agregação, verifica-se considerável recuperação das taxas de retorno (ROIC) iniciada em 2016, até atingir 10,90%a.a. em 2018, com queda de quase 2p.p. em 2019, para 9,4%. O dado consolidado mostra que a taxa média de retorno continua inferior ao custo de capital, apesar da queda desta última em 2019.

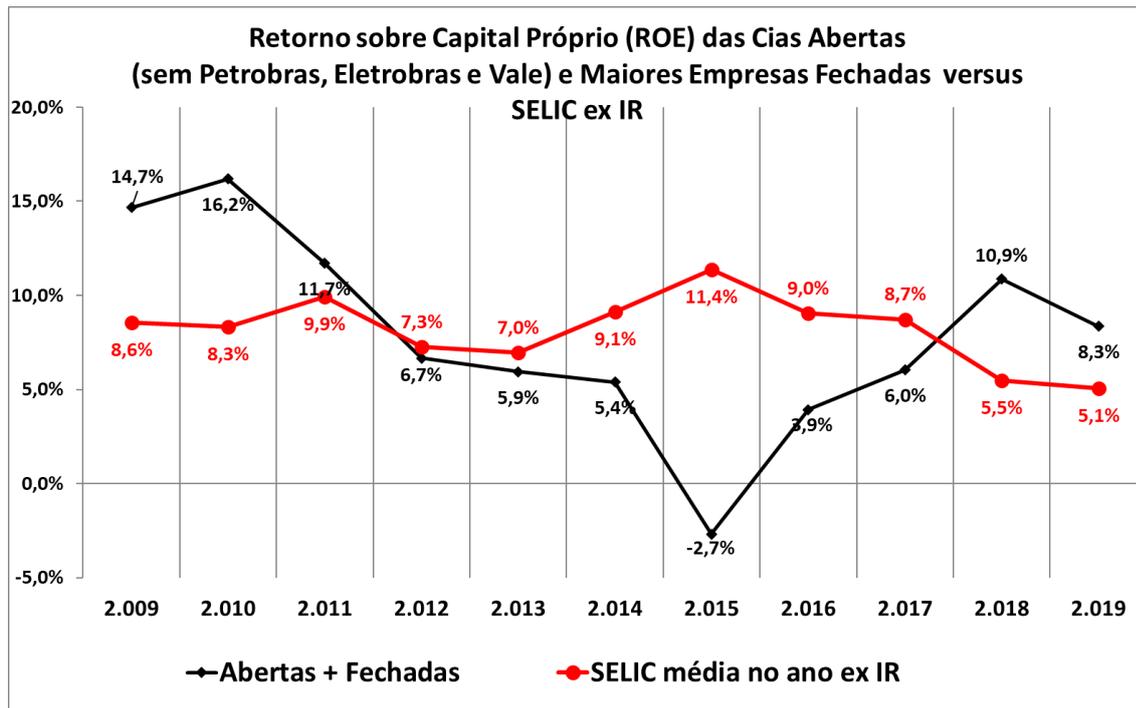
GRÁFICO 05



Apesar desses resultados no nível das empresas, em 2018 e 2019 a taxa média de retorno do acionista ou quotista (ROE) superou pela primeira vez desde 2011 a taxa de rentabilidade líquida do imposto de renda de uma aplicação financeira em títulos públicos. Como se observa no **Gráfico 06**, apesar da queda da taxa de retorno em 2019 tenha reduzido o prêmio de risco para 3,2p.p., contra 5,4p.p. em 2018, esse critério sugere uma situação mais favorável para a decisão de investir nos últimos dois anos.

² Existem metodologias que utilizam várias hipóteses para estimar o custo de capital próprio das empresas fechadas, a partir das estimativas feitas para as empresas abertas. Neste trabalho é atribuído às empresas fechadas o mesmo custo de capital próprio estimado para as empresas abertas.

GRÁFICO 06



6.2 Empresas abertas exceto Petrobras, Eletrobras e Vale: taxas de retorno e custo do capital

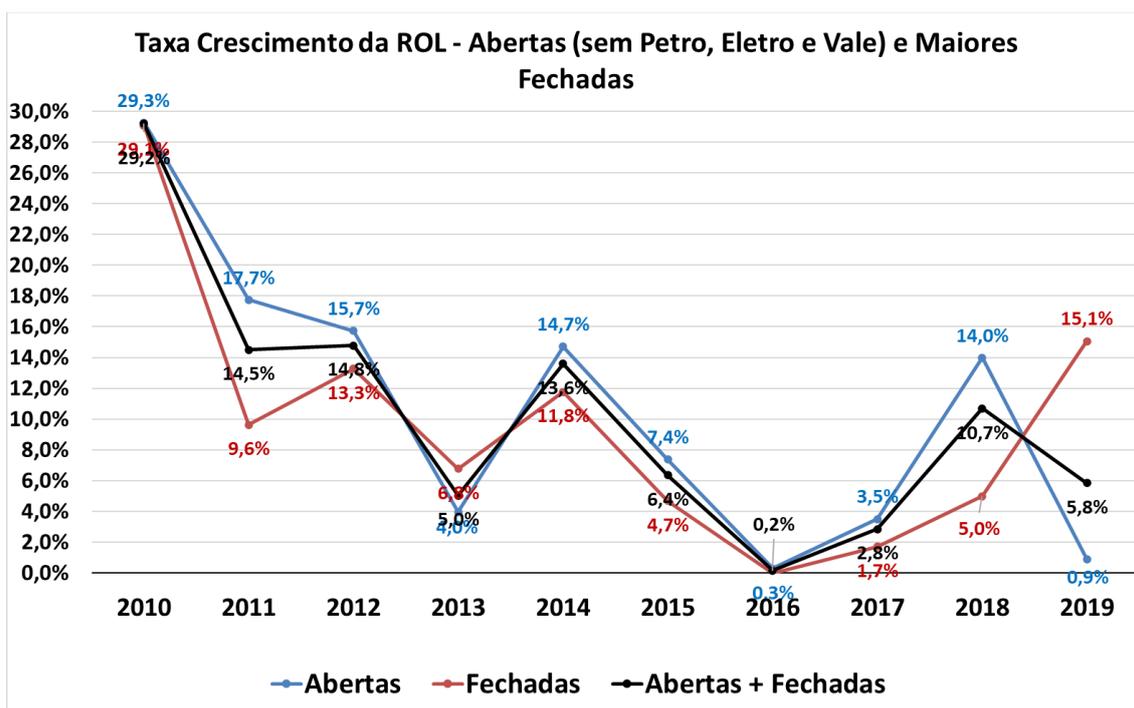
Nesta parte são analisadas as taxas de retorno das empresas abertas com exclusão da Petrobras, Eletrobras e Vale. Além do peso relativo dessas três empresas na consolidação de balanços comprometerem o uso desses resultados como indicadores da situação das demais empresas da amostra, admite-se que as decisões de investir dessas empresas respondem a condições muito específicas e não aplicáveis às demais. É o caso das estatais Petrobras e Eletrobras, cujas decisões investimento são condicionadas às decisões do seu acionista majoritário, o Tesouro, e às condições do mercado de petróleo e energia elétrica, respectivamente. A Vale tem seus resultados e decisões de investir relacionados essencialmente com as condições correntes e projeções do mercado de minério de ferro.

Mais adiante são considerados também outros fatores que se supõe sejam relevantes na tomada de decisões de investimento por parte das empresas: taxa de utilização da capacidade de produção, níveis de incerteza e de confiança empresarial.

a. Resultados operacionais e lucro líquido

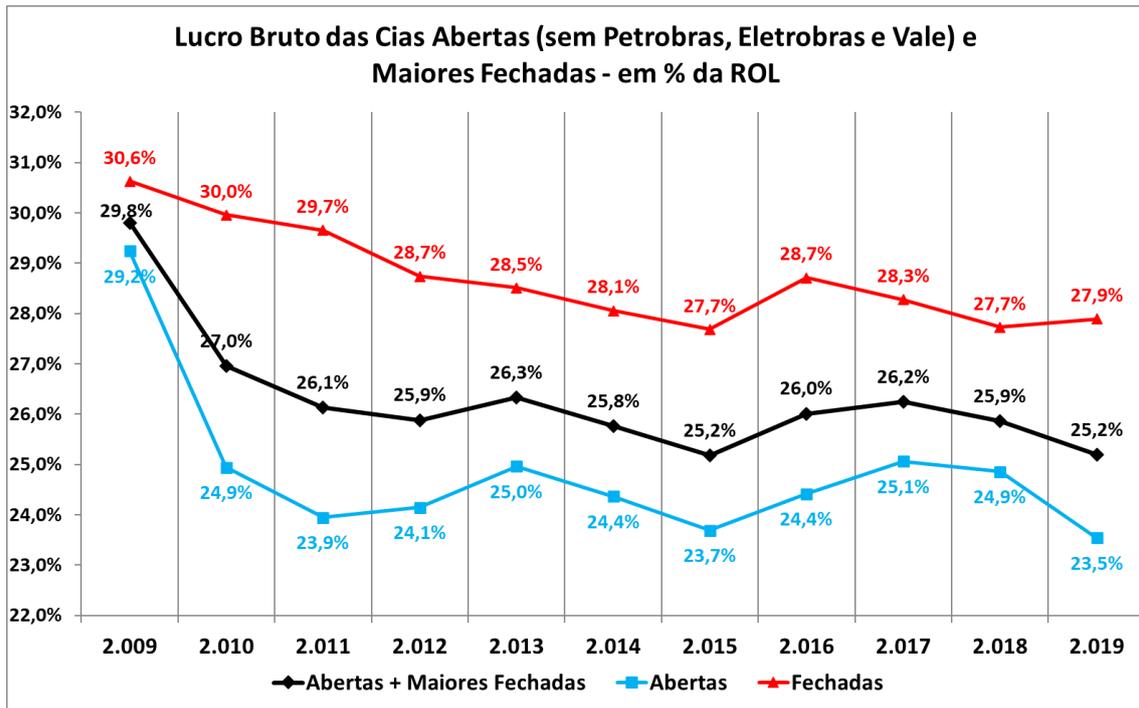
A forte queda da taxa de crescimento das vendas das abertas para apenas +1,9% em 2019 contra + 13,7% em 2018 mais que compensou a forte elevação da taxa de crescimento das vendas das empresas fechadas, de +5,0% em 2018 para + 15,1% em 2019. Como se vê no **Gráfico 07**, o aumento das vendas da amostra total também se reduz de (+) 10,6% em 2018 para (+) 6,4% em 2019.

GRÁFICO 07



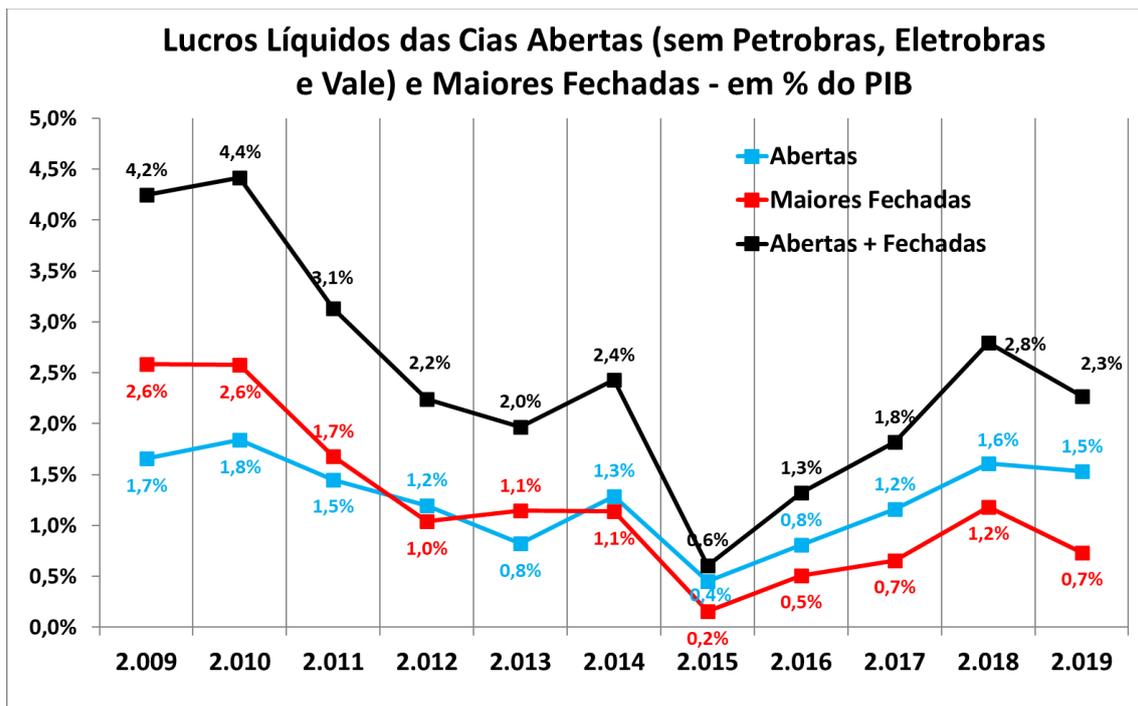
Verifica-se que a margem de lucro bruto das abertas, com queda de 25,1% para 23,7% em 2019 também apresenta movimento divergente com o observado nas empresas fechadas, nas quais esse coeficiente ainda tem pequena elevação, como se vê no **Gráfico 08**.

GRÁFICO 08



A combinação dos resultados operacionais e financeiros resultou na queda do lucro líquido da amostra total de 2,8% para 2,3% do PIB, queda essa que ocorre nas abertas e fechadas, mas especialmente nestas últimas, como é evidenciado no Gráfico 09.

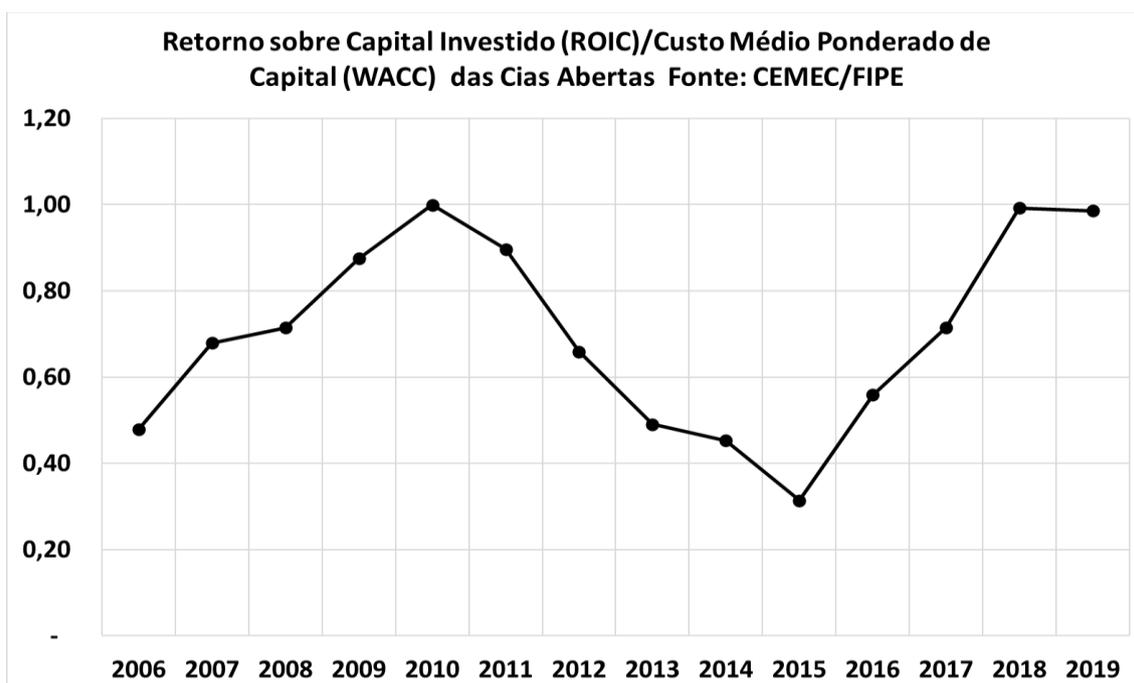
GRÁFICO 09



b. Rentabilidade, taxas de retorno e custo do capital

A relação entre as taxas de retorno do capital total investido (ROIC) e os custos médios ponderados do capital (WACC) em 2018 e 2019 indicam um ciclo de recuperação de condições mais favoráveis aos investimentos, atingindo níveis próximos dos observados em 2010. Como se vê no **Gráfico 10**, a relação entre a taxa de retorno e o custo de capital se aproxima da unidade em 2018 (0,98) e 2019 (0,92) caracterizando uma situação muito mais favorável que a observada nos anos anteriores. Não obstante, como se observa nos **Gráficos 03 e 04**, a melhoria de desempenho aferida por esse critério não se reflete nas taxas de investimento das empresas abertas e do total de empresas abertas e fechadas, que tem mantido tendência continuada de queda desde 2014. A provável influência de outros fatores na inibição de decisões de investir será examinada mais adiante.

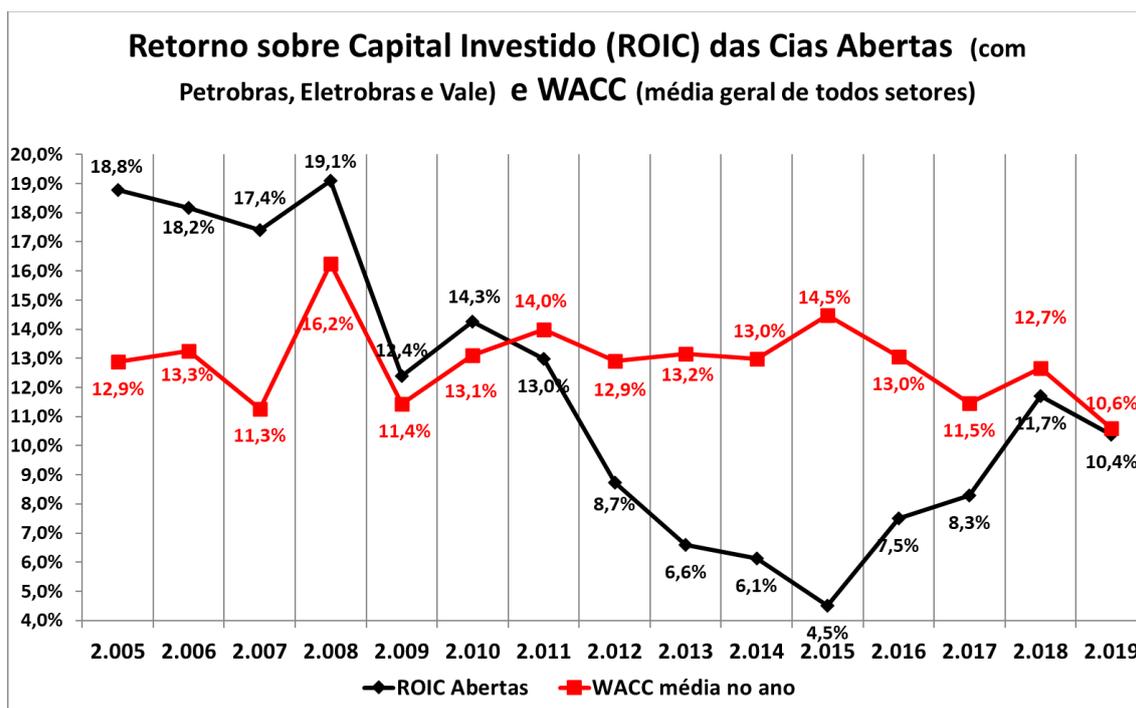
GRÁFICO 10



O **Gráfico 11** apresenta a evolução de cada um dos componentes dessa relação, as taxas de retorno do capital total investido (ROIC) e o custo médio ponderado do capital (WACC) no período de 2005 até 2019, na amostra que inclui Petrobras, Eletrobras e Vale. Verifica-se que em 2019, apesar da queda da taxa de retorno ROIC, de 11,7% a.a. para 10,4% a.a., a redução do custo do capital foi ainda mais intensa, de (-) 2,1 p.p. (de 12,7% para 10,6%), aproximando as

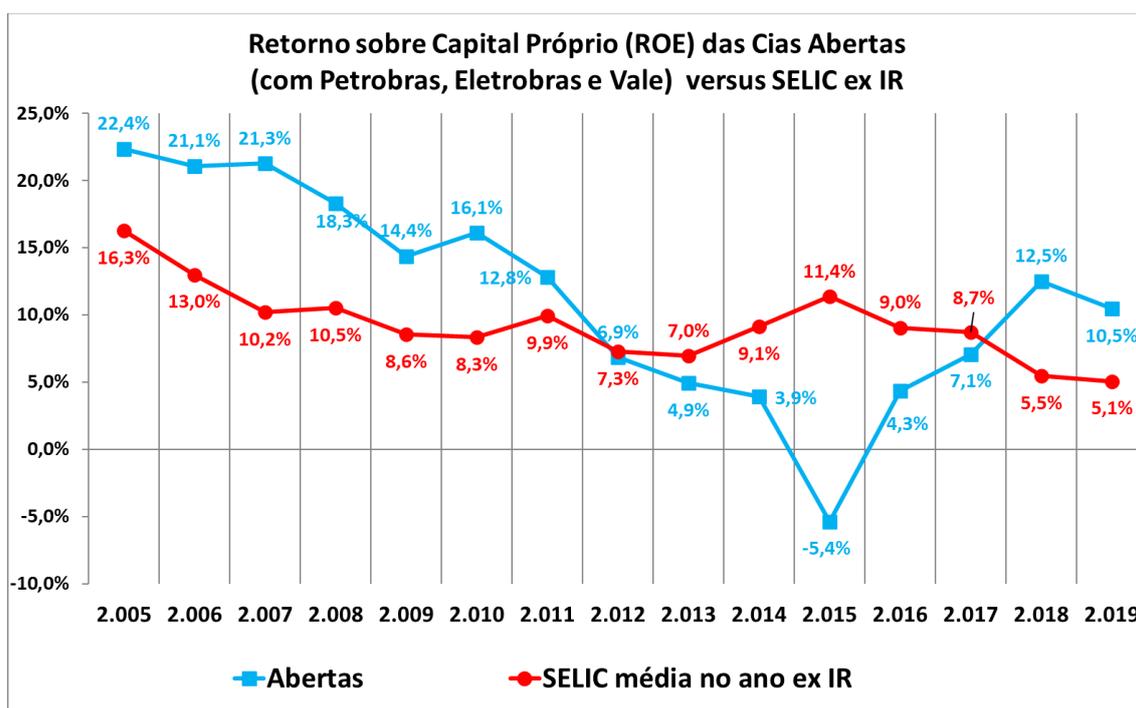
duas taxas. Em 2019, embora a taxa média de retorno das empresas abertas tenha caído e ainda seja menor que o custo médio de capital, a acentuada queda do custo de capital permitiu a manutenção de uma relação próxima da unidade entre essas duas variáveis. Esse indicador tem valor semelhante ao observado em 2018, em nível próximo do corrido em 2010, caracterizando uma situação mais favorável à decisão de investir, dependendo das condições de cada empresa e setor e também de outros fatores, alguns dos quais serão examinados em seguida.

GRÁFICO 11



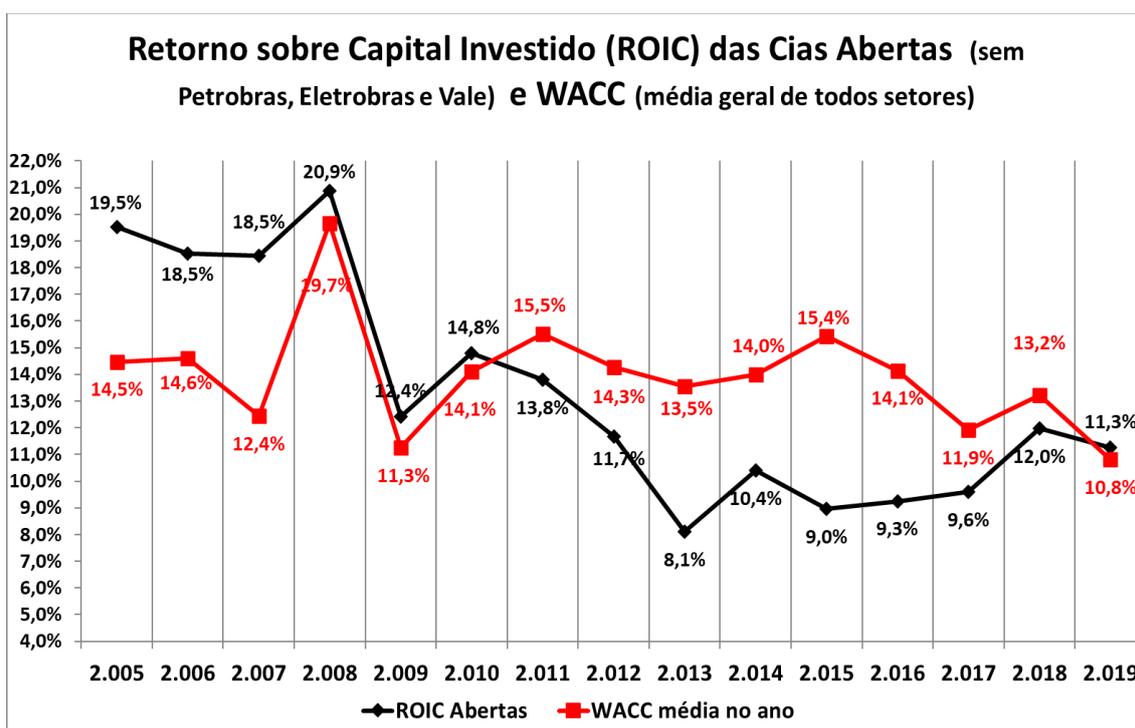
No **Gráfico 12** compara-se a taxa de retorno ao acionista (ROE) de todas as abertas com a taxa líquida do imposto de renda de uma aplicação em títulos públicos. Em 2019 a queda da taxa média de juros dos títulos públicos para 5,1%a.a. não compensou a redução da taxa de retorno, fazendo com que o prêmio de risco, embora positivo, tenha caído para (+) 5,4 p.p., inferior aos (+) 7,0 p.p. de 2018. Esse resultado sugere que apesar da queda da taxa de remuneração dos títulos públicos, a queda da taxa de retorno do capital próprio fez com que em 2019 o investimento nas empresas tornou-se em geral menos atrativo para os acionistas que em 2018.

GRÁFICO 12



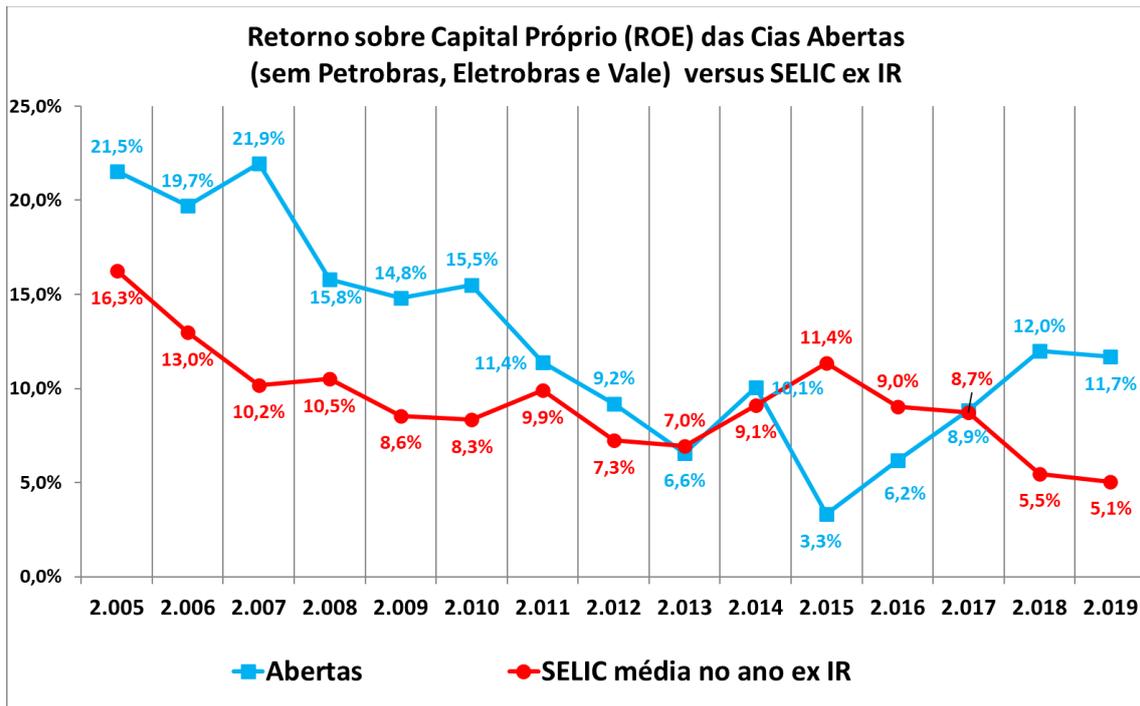
Na amostra que exclui Petrobras, Eletrobras e Vale, verifica-se que a acentuada queda do custo médio de capital, de 13,2%a.a. para 10,8%a.a. (- 2,4 p.p.) mais que compensou a queda da taxa de retorno, de 12,0%a.a. para 11,3%a.a., como se vê no **Gráfico 13**. O resultado desses movimentos é o de que pela primeira vez desde 2010 a taxa média de retorno (ROIC) da amostra supera, ainda que por pequena margem, o custo de capital (WACC). Esse resultado favorável de 2019 se deve principalmente à redução do custo de capital e sua influência sobre decisões de investimento é condicionada aos demais fatores e à perspectiva de sua manutenção.

GRÁFICO 13



O **Gráfico 14** compara a taxa de retorno ao acionista (ROE) das abertas exceto Petrobras, Eletrobras e Vale com a taxa líquida do imposto de renda de uma aplicação em títulos públicos. Verifica-se que apesar da queda de ROE em 2019, a redução da taxa de rentabilidade da aplicação alternativa em títulos públicos o com que o prêmio de risco se mantenha em torno de 6,5p.p., comparável ao observado em vários anos anteriores à crise. Esse critério caracteriza uma situação favorável à realização de investimento em 2019.

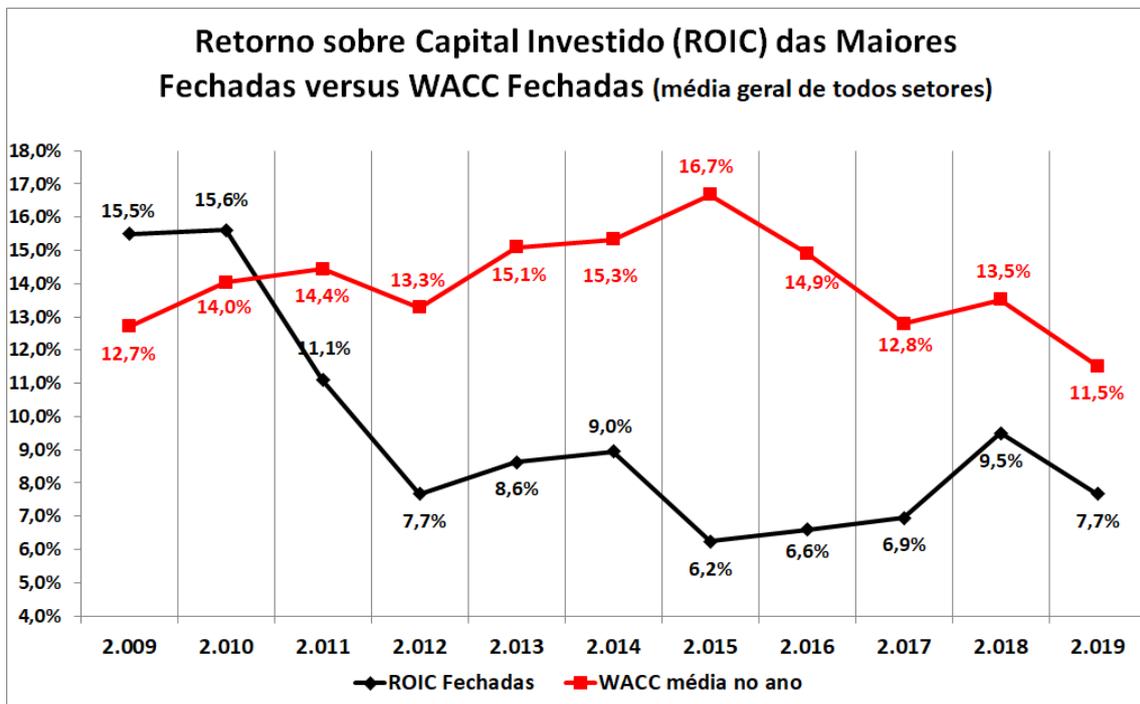
GRÁFICO 14



6.3 Empresas fechadas

No Gráfico 15 é apresentada a evolução das estimativas da taxa de retorno do capital total investido (ROIC) e do custo médio ponderado do capital das empresas fechadas da amostra.

GRÁFICO 15

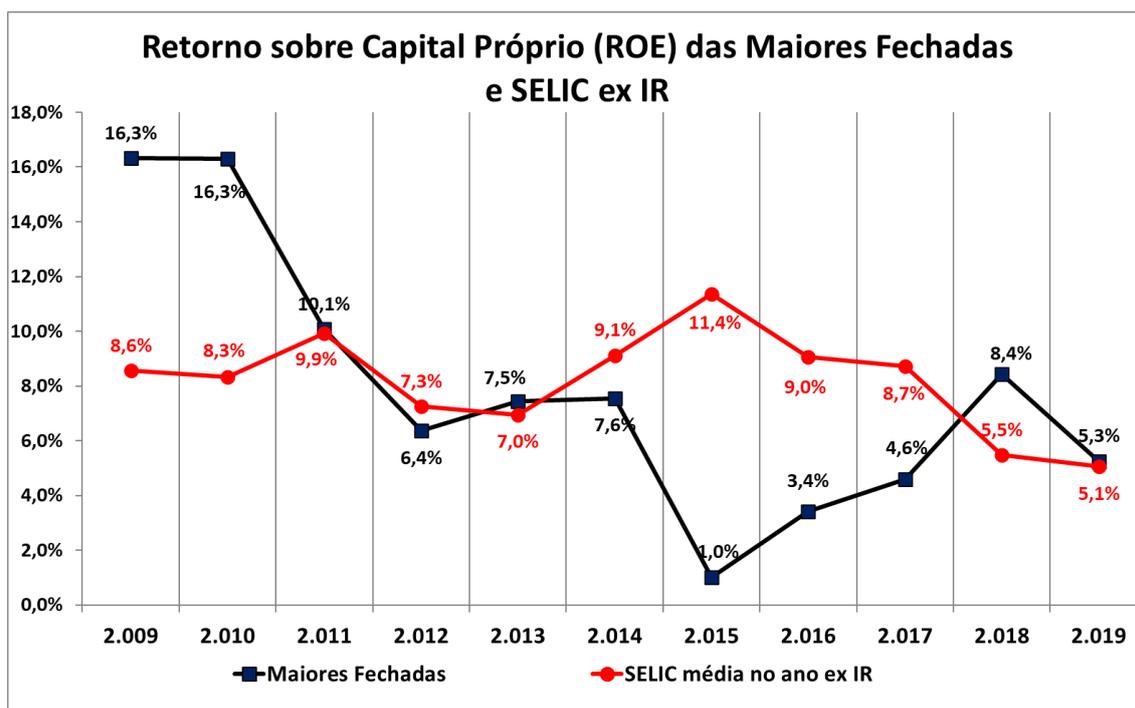


Pode-se destacar as seguintes observações, como resultado da comparação desses indicadores com aqueles calculados para as empresas abertas:

- a. As empresas fechadas tem custos de capital mais elevados; mesmo usando como proxy do seu custo de capital próprio a mesma taxa das abertas, essas empresas tem custo de dívida mais elevado atribuível a questões de transparência e governança, ao mesmo tempo em que tipicamente tem maior proporção de capital próprio, cujo custo é maior que o custo de dívida, este beneficiado também pelo rebate do imposto de renda;
- b. As empresas fechadas apresentam em geral taxas de retorno do capital investido menores que os das abertas em todo o período analisado, diferenças essas que merecem estudo mais detalhado, levando em conta também a composição setorial da amostra, economias de escala e outros fatores;
- c. Como resultado dessas diferenças, as taxas de retorno observadas se mantem consideravelmente abaixo da estimativa de custos de capital, apresentando apenas alguma redução dessa distância nos últimos anos.

Não obstante, verifica-se no **Gráfico 16** que a taxa de retorno média dessas empresas ao acionista (ROE) apresenta considerável aumento desde a taxa mínima observada em 2015, superado a rentabilidade líquida da aplicação em títulos públicos em 2018 e 2019. Deve-se notar entretanto, que a queda da taxa de retorno (ROE) em 2019 praticamente eliminou o prêmio de risco que havia atingido quase 3 p.p. em 2018, apesar da redução da taxa média de títulos públicos naquele ano.

GRÁFICO 16

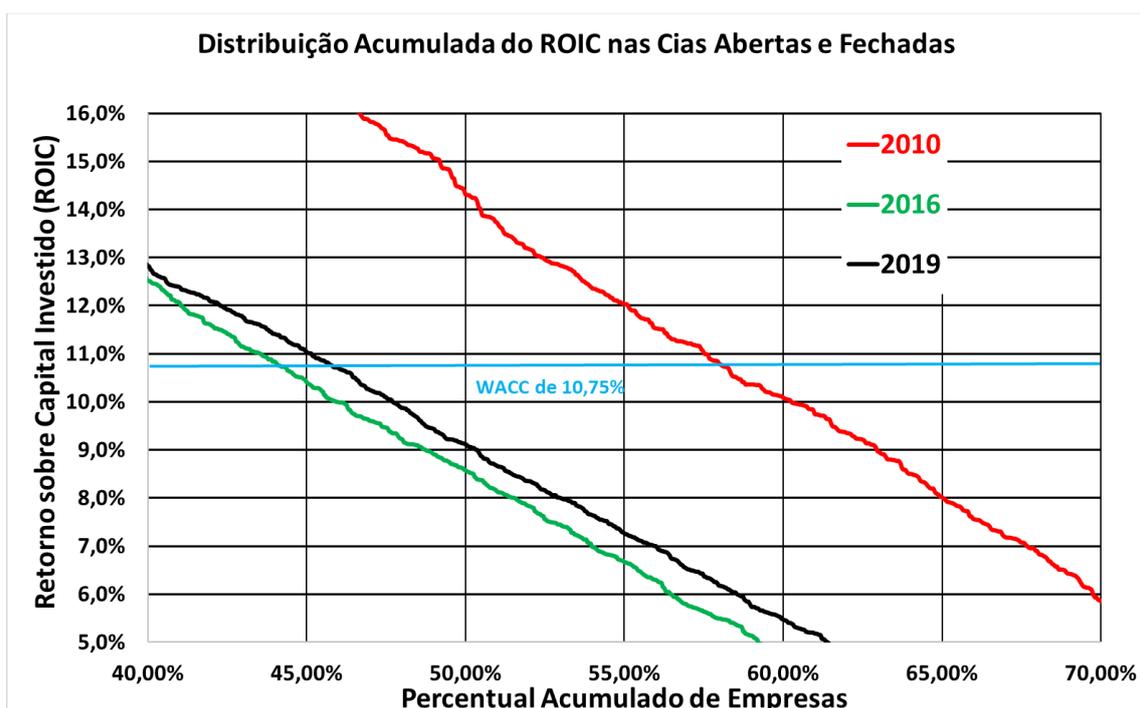


6.4 Distribuição de frequência da taxa de retorno

No **Gráfico 17** é apresentada a distribuição de frequência acumulada da taxa de retorno do capital total investido (ROIC) das empresas fechadas e abertas da amostra, nos anos de 2010, 2016 e 2019. É apresentada também a linha horizontal que representa o custo médio ponderado de 2019, estimada em 10,75%a.a. Podem ser feitas pelo menos duas observações:

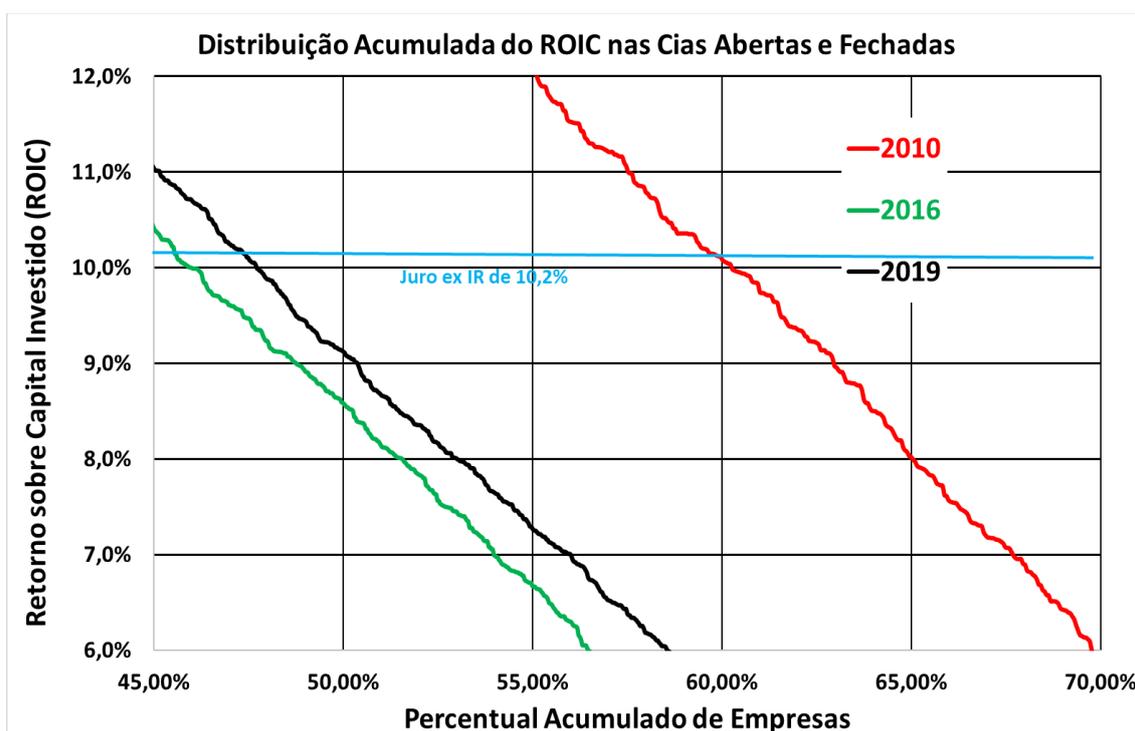
- A distância dessas curvas entre 2010 e 2016 demonstra o grande impacto negativo da recessão sobre a distribuição da taxa de retorno das empresas, com forte aumento da porcentagem de empresas da amostra que não conseguiriam cobrir o custo médio ponderado de capital; por exemplo, em 2010 quase 60% (58%) das empresas tinham taxa de retorno igual ou superior a 11,75%; já em 2016 apenas 44% das empresas conseguem cobrir esse custo de capital;
- A distribuição das empresas calculada com os dados de 2019 mostra um deslocamento positivo à direita, sinalizando melhoria muito modesta de resultados, em que 46% das empresas conseguem cobrir o custo de capital, porcentual que se compara aos 44% de 2016.

GRÁFICO 17



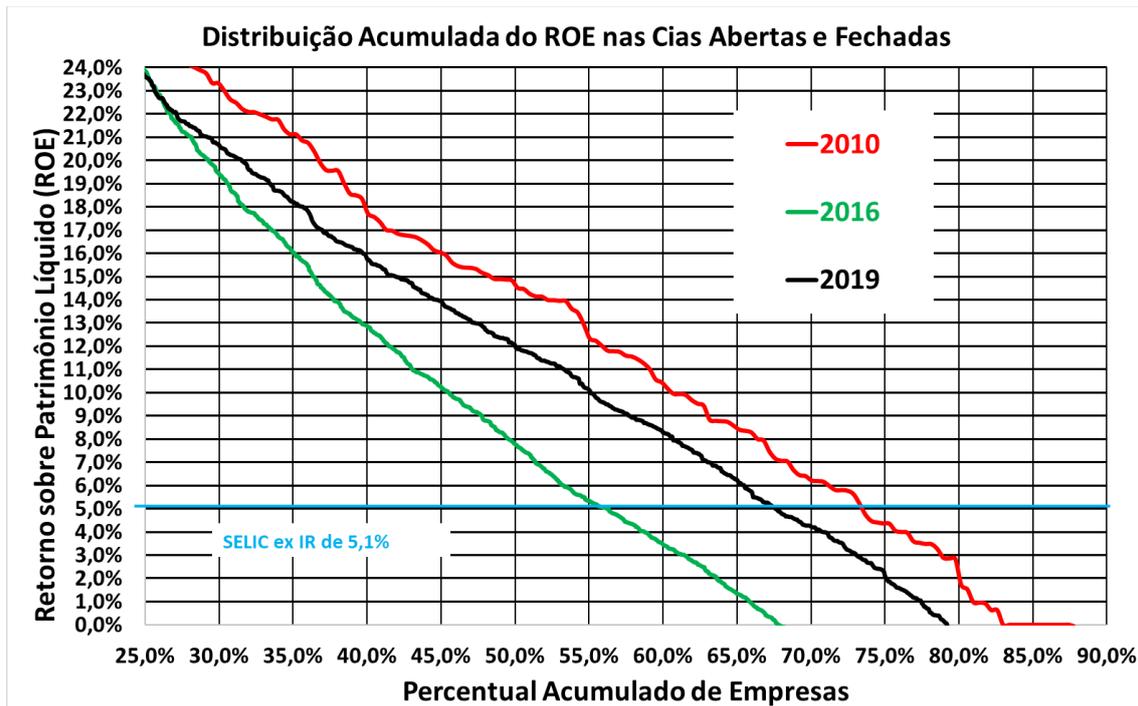
O uso da mesma distribuição de taxas de retorno do capital total investido com o custo de dívida após o desconto do imposto de renda, de 10,2% a.a., sugere observações análogas, como se observa no **Gráfico 18**. Em 2010, 60% das empresas apresentava taxa de retorno superior ao custo de dívida de 10,2% a.a., situação essa em que o resultado da alavancagem é positivo e aumenta a taxa de retorno do capital próprio (ROE). Em 2016 apenas 46% das empresas conseguem resultado positivo de alavancagem, porcentual que se eleva a apenas 48% em 2019. Desse modo, apesar da forte queda do custo médio da dívida em 2019, mais de metade das empresas da amostra não conseguem cobrir esse custo. Nessas empresas, o resultado da alavancagem é negativo e podem comprometer parte ou mesmo a totalidade dos resultados da empresa.

GRÁFICO 18



Os resultados de 2019 são relativamente melhores quando é considerada a distribuição de frequência acumulada da taxa de retorno do capital próprio (ROE) das empresas fechadas e abertas da amostra, nos anos de 2010, 2016 e 2019, observados no **Gráfico 19**. É apresentada também a linha horizontal que representa a taxa média de rentabilidade em 2019 de uma aplicação financeira em títulos públicos líquida do imposto de renda, estimada em 5,1%. Na distribuição de 2010, 73% das empresas ofereciam taxa de retorno ao acionista ou quotista superior a 5,1%, percentual esse que se reduz a apenas 57% em 2016. Com alguma recuperação de rentabilidade em 2019, 68% das empresas apresentam ROE superior à rentabilidade média do título público nesse ano.

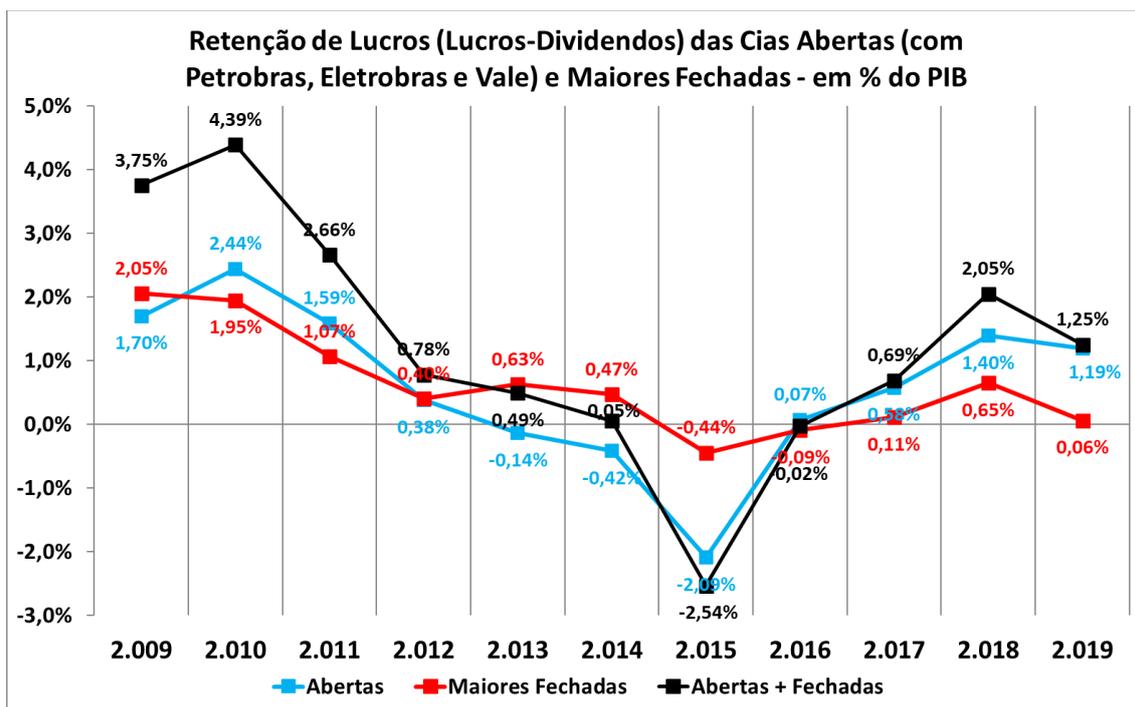
GRÁFICO 19



7.0 Retenção de lucros e distribuição de dividendos

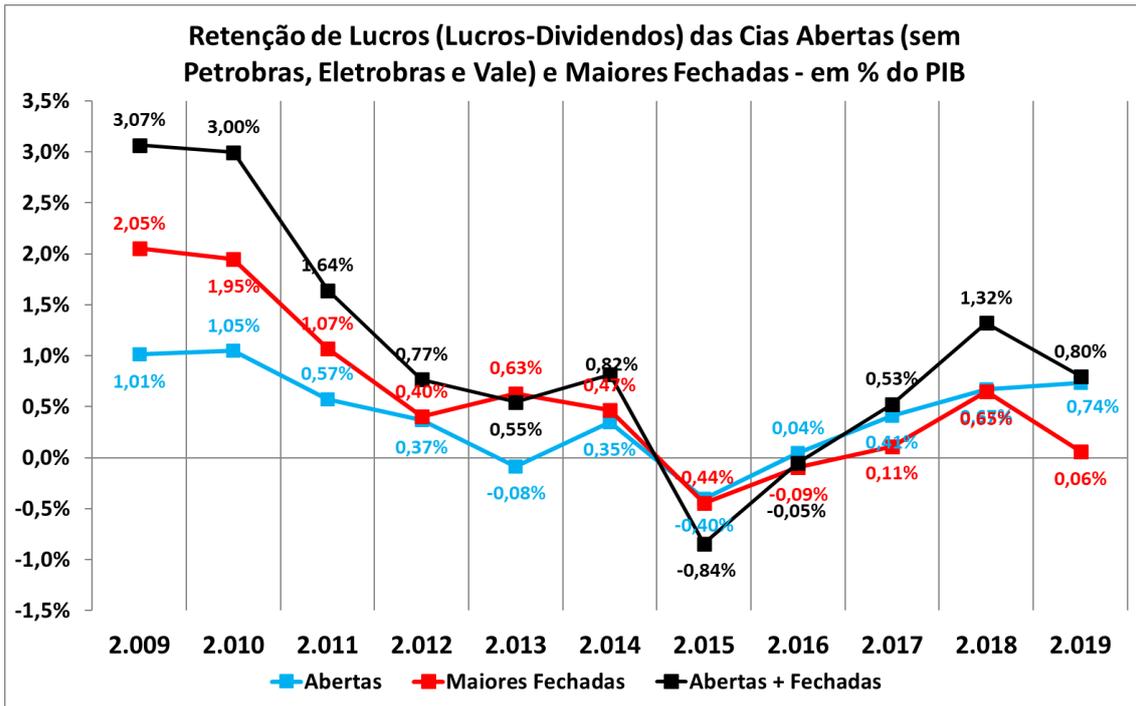
Um indicador importante das intenções de investimento das empresas é dado pela sua política de retenção de lucros. Em princípio, as empresas retêm lucros na medida em que identificam a existência de oportunidades de investimento cujas taxas de retorno cubram o custo de oportunidade dos recursos de seus acionistas. Como se vê no **Gráfico 20**, quando são incluídas Petrobras, Eletrobras e Vale, o indicador de lucros retidos das empresas abertas atinge valores negativos a partir de 2014 voltando aos números positivos a partir de 2017. Entretanto, também este indicador mostra queda em 2019, sugerindo expectativas menos positivas que em 2018 para realização de investimentos. Nas empresas fechadas a evolução positiva observada até 2018 é interrompida em, 2019, fazendo com que a parcela de lucros retidos se aproxime de zero.

GRÁFICO 20



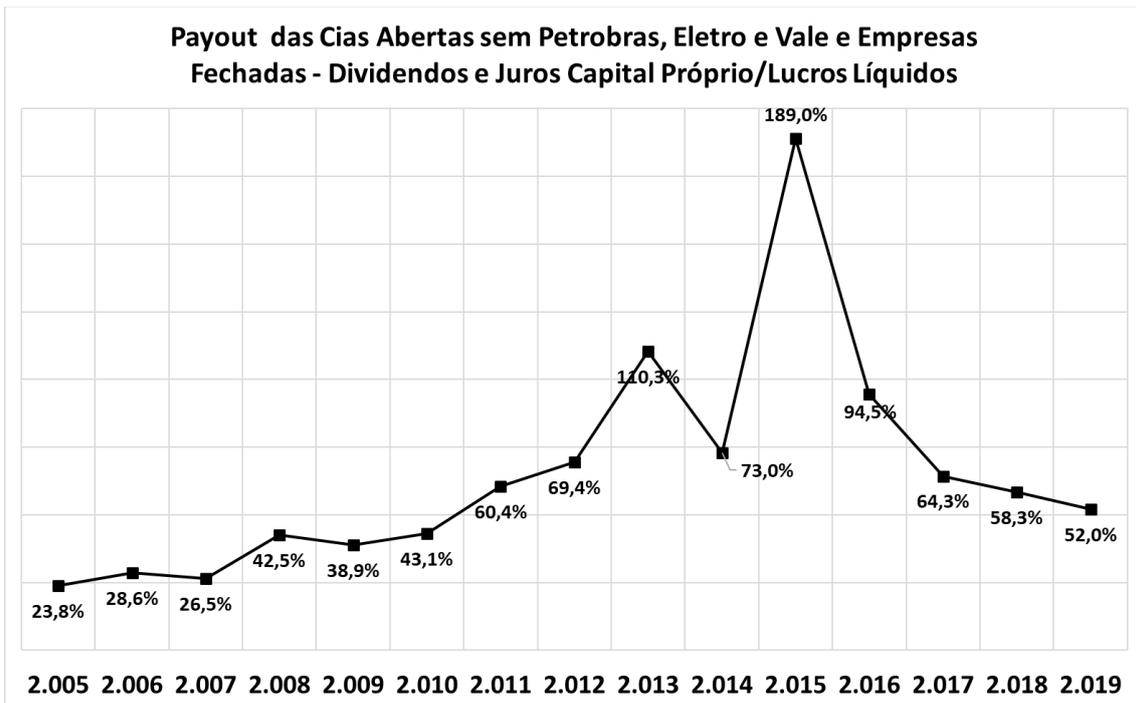
É importante registrar que mesmo excluindo o impacto das estatais, a retenção de lucros das empresas abertas chegou a registrar resultados negativos em 2015, iniciando a partir daí uma tendência de recuperação até 2019. Nas fechadas, essa recuperação é revertida em 2019 fazendo com que o percentual de retenção de lucros tenha queda acentuada em 2019, como vê no **Gráfico 21**.

GRÁFICO 21



O índice de payout, mostrado no **Gráfico 22**, mede o percentual dos lucros distribuídos aos acionistas das empresas abertas sem Petrobras, Eletrobras e Vale, que mostra uma pronunciada tendência de queda a partir de 2016, que se estende até 2019. É uma sinalização positiva para a existência de perspectivas de novos investimentos.

GRÁFICO 22



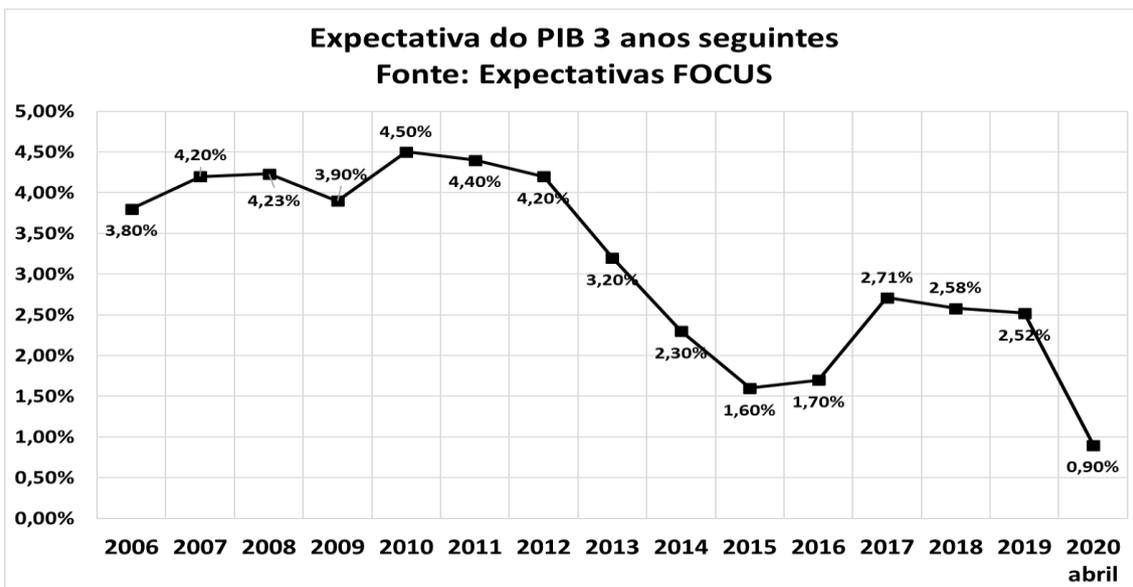
8.0 Impacto potencial da crise do COVID 9 sobre as decisões de investimento

Como ficou demonstrado anteriormente, de um modo geral a comparação entre taxas de retorno e custos de capital em 2018 e 2019 tem oferecido condições um pouco mais favoráveis para o investimento. Por exemplo, ajudada por acentuada queda do custo médio ponderado do capital (WACC) observada em 2019, a taxa média de retorno do capital total investido da amostra de empresas abertas sem Petrobras Eletrobras e Vale superou pela primeira vez desde 2010 o custo médio ponderado do capital. Não obstante esses indicadores ainda não permitissem concluir pela existência de condições suficientes para induzir decisões de investir, como aliás é demonstrado ainda por baixas taxas de investimento do conjunto das empresas em 2019, a expectativa de aceleração das taxas de crescimento e da manutenção de baixas taxas de juros por alguns anos poderiam sustentar a perspectiva alguma retomada dos investimentos.

Entretanto, nas condições atuais, com o impacto da pandemia do COVID 19 e das medidas de quarentena e de afastamento social necessárias para prevenir o colapso do sistema de saúde, esses resultados perdem significado para formular expectativas para o investimento das empresas daqui por diante. O impacto negativo da crise já se evidencia em algumas variáveis que se supõem relevantes na decisão de investir.

a) Expectativa de crescimento do PIB

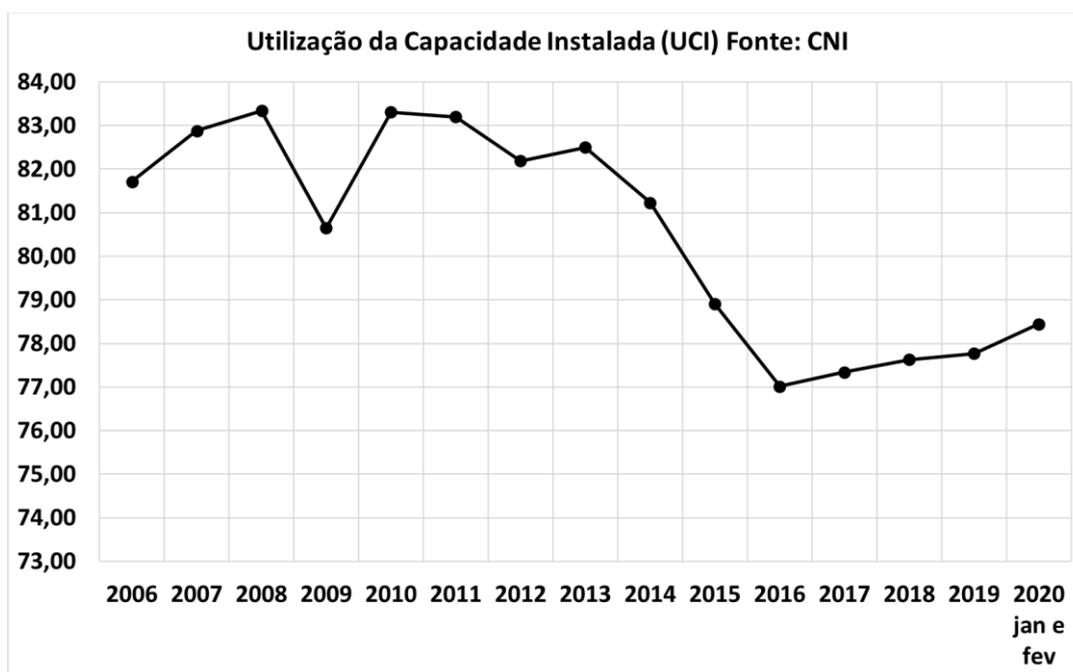
Estudos anteriores do CEMEC Fipe mostram que a expectativa de crescimento do PIB nos três adiante é uma variável importante na decisão de investir. Como se vê no **Gráfico 23** esse indicador que já estava em queda em 2019, na pesquisa FOCUS de 17 de abril tem forte redução de 2,52% a.a para apenas 0,90 a.a., na média de três anos futuros, configurando um forte impacto negativo nas decisões de investimento, especialmente na ocorrência de alto nível de capacidade ociosa.



b) Nível de utilização da capacidade instalada

O indicador calculado pela CNI, apresentado no **Gráfico 24**, mostra que o índice de utilização de capacidade instalada na indústria que mostrava tendência elevação desde 2017, certamente deverá apresentar redução considerável em 2020. A queda do PIB em 2020, cujas projeções têm se situado no intervalo de (-) 3% a (-) 5,3%, terá como consequência uma considerável redução do uso de capacidade, que atua no sentido de postergar decisões de expansão de capacidade de produção.

GRÁFICO 24



c) Índice de confiança do empresário industrial (CNI)

Esse índice combina as percepções da situação atual com as expectativas para os próximos seis meses dos empresários da indústria. Atingiu em abril o nível mais baixo da série desde 2010., como se vê no **Gráfico 25**.

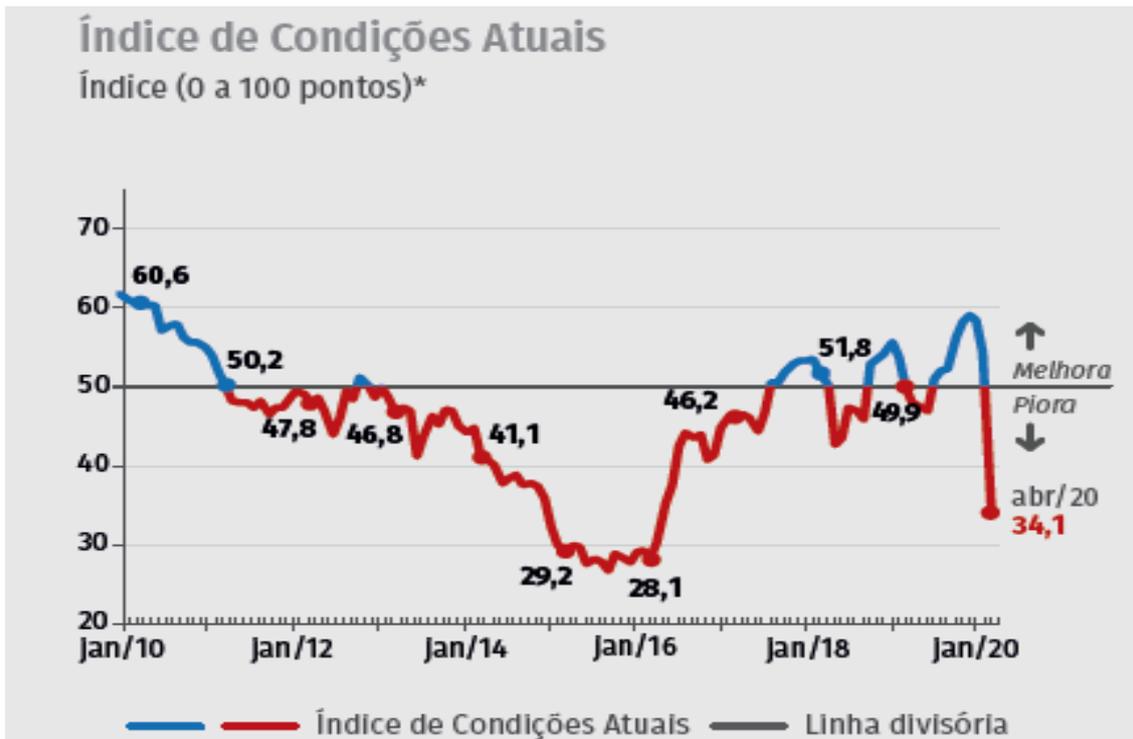
GRÁFICO 25



Fonte: CNI

Nos **Gráficos 26** e **27** é possível visualizar o comportamento dos dois indicadores que compõem o índice de confiança, que combina o índice que mede a avaliação da situação atual com o das expectativas para os próximos seis meses. Nos dois indicadores a queda é abrupta, mas no caso das expectativas a redução é ainda mais intensa, com o menor índice desde 2010 e muito baixo do valor estimado no pior momento da recessão iniciada em 2014.

GRÁFICO 26



Fonte :CNI.

GRÁFICO 27



Fonte: CNI

d) Índices de incerteza (FGV)

Como se vê no **Gráfico 28**, o índice ainda se mantém em nível elevado e apresenta um novo salto em fevereiro. A evidência histórica e vários estudos mostram que um alto nível de incerteza leva à paralisa das decisões de investimento.

GRÁFICO 28

Indicador de Incerteza da Economia Brasil (IIE-Br)
(em nível e em média móvel de seis meses)

