

Nota CEMEC Fipe 02/2022: Fontes do Aumento da Taxa de Investimento em 2021¹

CEMEC – CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS DA FIPE (*)

1 Objetivo

A taxa de investimento de 2021 de 18,2% do PIB² revela um salto significativo de 2,0 p.p. do PIB quando comparada com os 16,2% de 2019, refletindo aumento real de 16,6% da formação bruta de capital fixo (FBCF) nesse período. Trata-se de resultado de certo modo surpreendente, levando em conta a existência de níveis elevados de capacidade ociosa, a redução continuada das expectativas de crescimento nos próximos anos e a permanência de níveis elevados do índice de incerteza. O objetivo desta Nota é verificar quais setores têm aumentado seus investimentos e utilizar alguns indicadores da disposição de investir das empresas abertas para formular expectativas de sustentação desses investimentos.

2 Sumário

Mesmo após a realização de ajustes procedidos nas taxas de investi-

mento das Contas Nacionais calculadas em 2019 e 2021, visando excluir os efeitos das plataformas da Petrobras e da forte diferença de crescimento dos preços da FBCF e do PIB, verifica-se a ocorrência de um salto de 2,0 p.p. do PIB nessa taxa, de 16,2% para 18,2%.

Dados do IPEA permitem verificar que parte considerável dos investimentos se destinou à agropecuária e à indústria de construção. Apesar de suas limitações, os dados de investimento das empresas abertas mostram que o crescimento nominal dos investimentos das empresas abertas ligadas ao agronegócio equivale ao dobro do crescimento observado no agregado de todas as empresas abertas. A taxa de retorno do capital total investido das empresas abertas, que já se aproximava do custo médio do capital desde 2018, superou em 2021 de modo significativo esse custo, caracterizando uma situação favorável ao investimento. Nessas empresas, o alto coeficiente de retenção de lucros sinaliza a perspectiva de

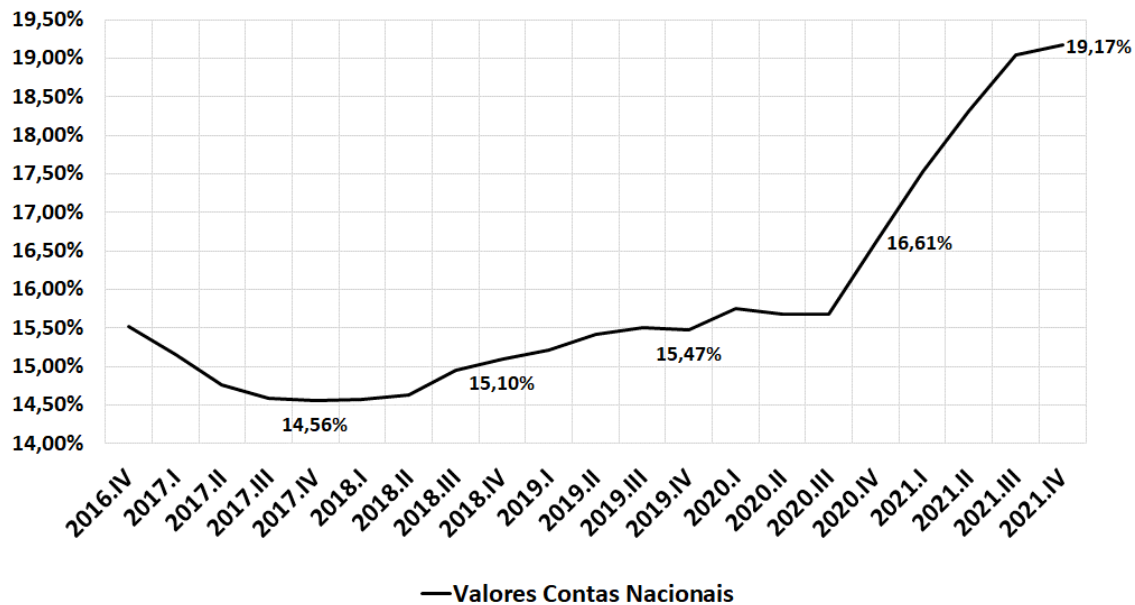
manutenção ou realização de novos investimentos.

Entretanto, além dos impactos imediatos sobre os preços das commodities, da inflação, das taxas de juros e da frustração de expectativas da regularização das cadeias de oferta, a guerra da Ucrânia e as sanções adotadas adicionam elevado grau de incerteza sobre seus impactos na economia brasileira. Não obstante alguns setores possam ser até beneficiados, o aumento da inflação, a elevação das taxas de juros domésticas e internacionais e os efeitos do período eleitoral não configuram cenário favorável para os investimentos.

3 A Taxa de Investimento Aumentada em 2021 Apesar do Cenário

Os dados de contas nacionais do ano de 2021, em valores nominais, mostram um salto de 3,40 pontos percentuais da taxa de investimento em relação a 2019, aumentando de 15,52% para 18,92%, como se observa no Gráfico 1.

Gráfico 1 – FBCF/PIB Nominal 4 Trimestres Móveis



Fonte: Contas Nacionais Trimestrais – IBGE.

Entretanto, como foi demonstrado em recente trabalho divulgado no Blog do IBRE³, deve-se levar em conta a necessidade de promover pelos menos dois ajustes nos dados originais para evitar distorções na comparação da taxa de investimento de 2021 com a de 2019.

Efeito plataformas: O primeiro ajuste é a exclusão do valor das plataformas da Petrobras, que são contabilizadas na FBCF nesses dois anos, mas não representam aumento do estoque de capital fixo.

Durante muitos anos, por razões tributárias, a Petrobras adquiria as plataformas de petróleo produzidas internamente e tinha sua propriedade transferida para uma

subsidiária no exterior. Tais operações, classificadas como “exportações fictas”, não eram computadas, portanto, na FBCF. A partir de 2018, houve mudança de tratamento tributário e o valor dessas plataformas já utilizadas no país passou a ser computado na FBCF. Segundo o trabalho citado, em 2021 esse componente teria atingido cerca de 1% do PIB, contra 0,4% em 2019.

Efeito preços relativos: O segundo ajuste é a eliminação do efeito da mudança de preços relativos entre os bens de capital que compõem a FBCF e os preços de bens de serviços que compõem o PIB. No período de 2019 a 2021, os preços dos bens de capital subiram muito mais que os índices de preços do

PIB, refletindo especialmente o impacto do aumento da taxa de câmbio sobre os preços dos bens de capital importados. Desse modo, o cálculo da taxa de investimento em que o numerador é a FBCF e o denominador é o PIB gera uma superestimação desse percentual em 2021 em relação a 2019, cuja magnitude é a diferença do aumento de preços da FBCF e do PIB. Podem ser usadas as taxas de aumento implícitas de preços da FBCF e do PIB pela relação percentual entre seus valores nominais e reais, segundo os dados das Contas Nacionais do IBGE. Entre 2019 e 2021, os preços da FBCF aumentaram 24,80% contra 16,81% do aumento de preços do PIB. A taxa de investimento calculada sobre os valores nomi-

nais seria 6,84% mais elevada que a taxa calculada na hipótese de que o aumento de preços da FBCF fosse idêntico ao aumento dos preços do PIB.

A Tabela 1 compara as estimativas da taxa de investimento sem ajustes com o valor obtido separadamente após o ajuste dos preços relativos e das plataformas e finalmente com as estimativas que consideram os dois ajustes.

Conclui-se que após a exclusão dos efeitos das plataformas e dos preços relativos o aumento da taxa

de investimentos entre 2019 e 2021 continua significativo, de 2,00 p.p. do PIB. Trata-se de resultado de certo modo surpreendente, levando em conta o comportamento de pelo menos três fatores que se supõem relevantes nas decisões de investir do setor privado:

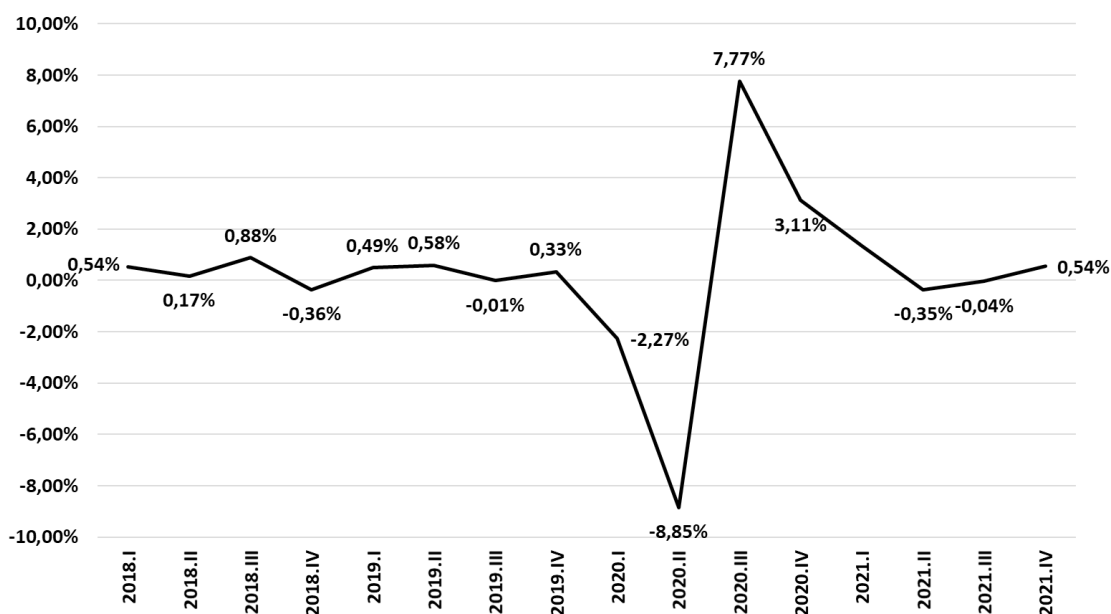
a) a recuperação da economia brasileira em 2021 após a pandemia perdeu velocidade ao longo desse ano e retornou praticamente ao mesmo nível de 2019, como se vê no Gráfico 2.

Tabela 1 - Taxa de Investimento Nominal Corrigida por Preços Relativos e Plataformas

Taxa de investimento	2019	2021	Varição Em p.p. PIB
FBCF/PIB correntes	15,5%	19,2%	+ 3,7 p.p.
FBCF/PIB ajuste preços relativos	16,5%	19,2%	+ 2,6p.p.
FBCF/PIB ajuste preços relativos e ex plataformas	16,2%	18,2%	+ 2,0 p.p.

Fonte: BORÇA Jr., Gilberto. Investimento em alta no Brasil, mas nem tudo que reluz é ouro. Blog do IBRE, 14/03/2022. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/investimento-em-alta-no-brasil-mas-nem-tudo-que-reluz-e-ouro>

Gráfico 2 – Taxa de Variação Trimestre contra Trimestre Anterior – PIB a Preços Constantes com Ajuste Sazonal



Fonte: IBGE Contas Nacionais.

b) a expectativa da taxa média de crescimento nos três anos seguintes é de apenas 1,35%,a.a, a menor desde 2006, e está em queda desde o início de 2021, como se vê no Gráfico 3.

c) índices de incerteza: como se observa no Gráfico 4, os índices se mantêm em níveis historicamente elevados, mesmo depois da queda observada após o pico de setembro de 2021, afetado por eventos de natureza política.

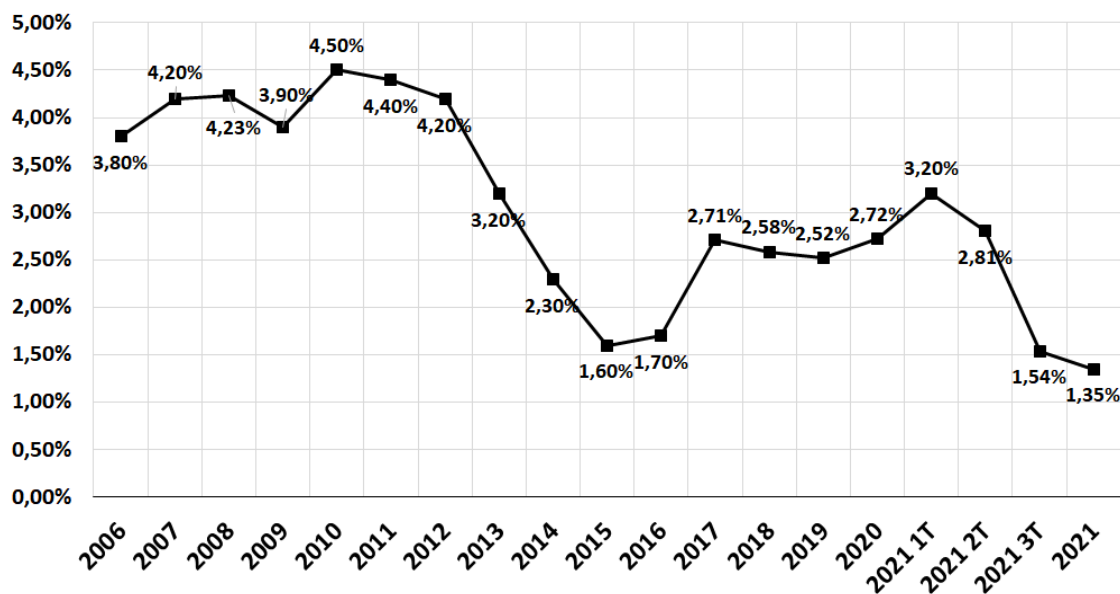
4 Quais Setores Aumentaram os Investimentos?

A análise dos dados disponíveis permite as seguintes observações:

a) o aumento do investimento reflete exclusivamente o aumento do investimento privado, como fica evidenciado no Gráfico 5.

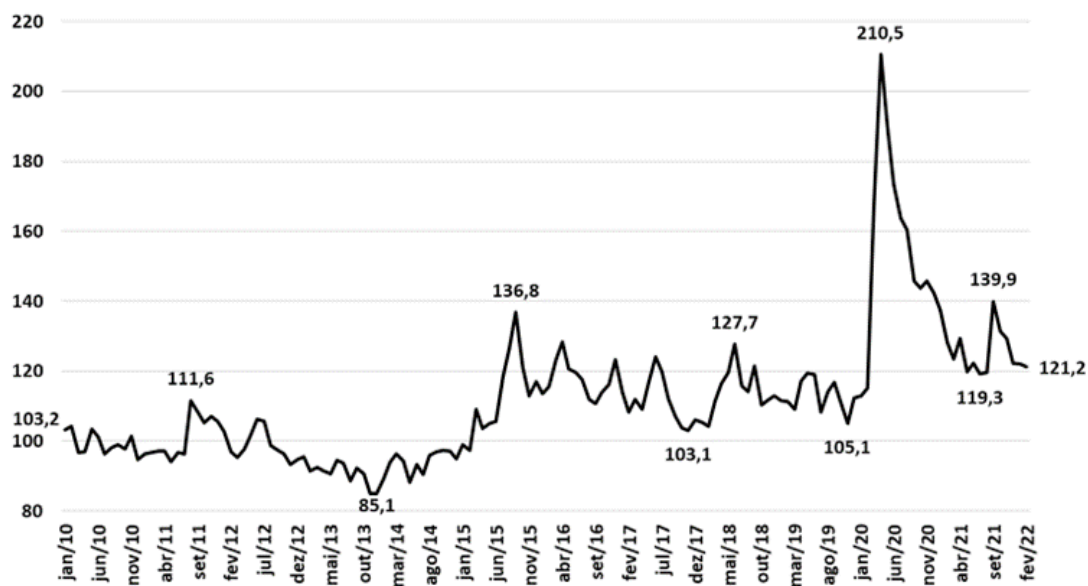
b) como se vê na Tabela 2, em termos reais, o valor da formação bruta de capital fixo cresceu 16,62% em 2021 em relação a 2019, com destaques para o crescimento de 21,21% de máquinas e equipamentos e 13,32% da construção civil.

Gráfico 3 – Expectativa do PIB 3 Anos Seguintes



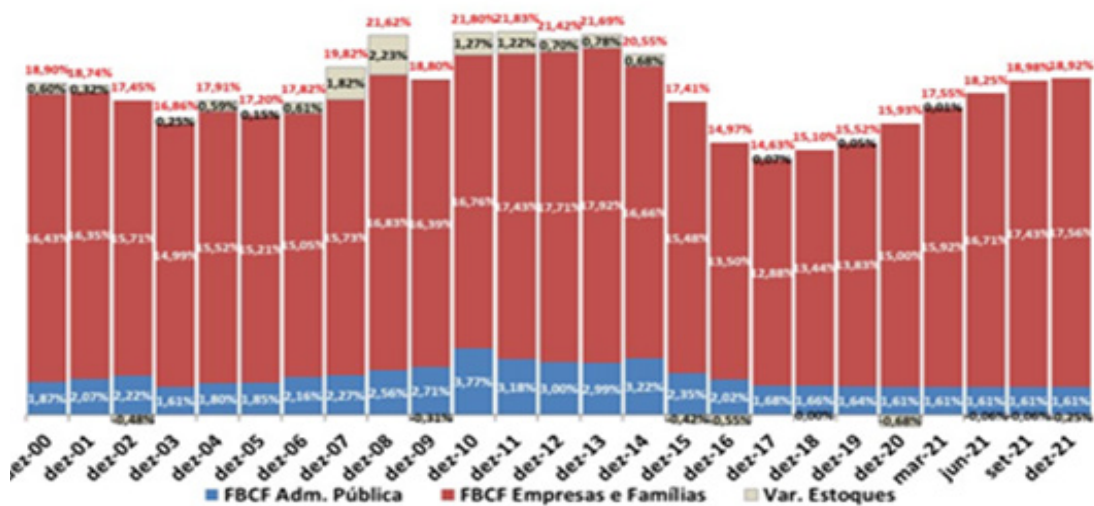
Fonte: Relatório FOCUS. Elaboração CEMEC Fipe.

Gráfico 4 – Indicador de Incerteza da Economia – Brasil - FGV



Fonte: FGV.

Gráfico 5 – Investimentos (FBCF + Var. Estoques) em 12 Meses – em % do PIB



Fonte: IBGE – Elaboração: CEMEC Fipe.

Tabela 2 - Componentes do Índice de Formação Bruta de Capital Fixo - Índices 1995 = 100

COMPONENTES	ÍNDICE 2019	ÍNDICE ANO TERMINADO 12/2021	TAXA DE VARIAÇÃO
Indicador da FBCF	151,00	176,09	16,62%
Construção civil	131,61	148,88	13,12%
Máquinas e equipamentos	166,87	202,26	21,21%
Outros	198,14	223,05	12,57%

Fonte: IPEA.

c) na Tabela 3, verifica-se que os índices da produção física de máquinas e equipamentos destinados à agricultura e à indústria da construção cresceram mais que 40% em termos reais e representam em conjunto cerca de 2/3 do aumento desse tipo de investimento, dos quais 50% se referem a máquinas e equipamentos para a agricultura e 16% para a indústria de construção. O aumento da receita e resultados da produção de commodities agrícolas devem ter estimulado os investimentos nessa área, enquanto as taxas reais de juros ainda relativamente baixas ao longo de 2021 certamente estimularam a indústria de construção civil.

d) Empresas abertas: não obstante os dados de empresas abertas

obtidos pela consolidação de suas demonstrações financeiras tenham limitações para analisar a evolução dos investimentos por setores,⁴ podem-se extrair pelo menos três observações relevantes sobre os resultados obtidos no ano terminado no terceiro trimestre de 2021.⁵

Primeira observação: as empresas relacionadas com o agronegócio, que utilizam de modo significativo matérias-primas da agropecuária ou são fornecedores de seus insumos. Máquinas e equipamentos apresentam crescimento do indicador de FBCF entre 2019 e 2021 de cerca de 52%, contra 24% do total das empresas abertas.

Segunda: em média, a taxa de retorno do capital total investido,

que já havia se aproximado do custo médio de capital desde 2021, superou esse custo por larga margem em 2021, o que revela um fator favorável à realização de investimentos. Por outro lado, a situação financeira da grande maioria das empresas revela indicadores favoráveis de endividamento e liquidez.

Terceira: no ano terminado no terceiro trimestre de 2021, as empresas abertas tiveram forte crescimento de lucro líquido e destinaram cerca de 2/3 desse valor para a retenção de lucros cujo valor atingiu 3,39% do PIB, o maior desde 2009. A taxa de *payout* é de apenas 34,9%, também o menor valor desde 2009. Esses indicadores revelam a perspectiva dessas empresas de manter os investimentos.

Tabela 3 - Índices de Produção Física da Indústria - Índices 2012= 100

Bens de Capital	2019	Ano até Dez/2021	Taxa de variação %	Pesos	Contribuição Taxa de Var.
1.1 Para fins industriais	77	81,34	5,64%	17,90%	1,01%
1.2 Agrícolas	76,09	109,42	43,80%	14,70%	6,44%
1.3 Peças agrícolas	112,68	166,54	47,80%	1,90%	0,91%
1.4 Para construção	92,34	129,72	40,48%	6,10%	2,47%
1.5 Para o setor de energia elétrica	73,43	73,73	0,41%	4,80%	0,02%
1.6 Para equipamentos de transporte	70,99	76,63	7,94%	40,20%	3,19%
1.7 Uso misto	74,88	78,88	5,34%	14,30%	0,76%
Total				100,00%	14,80%

Fonte: IBGE.

5 Conclusões

A análise da taxa de investimento das Contas Nacionais, com ajustes relativos às plataformas da Petrobras e de mudanças de preços relativos revela aumento de 2,0p.p. do PIB, de 16,2% em 2019 para 17,8% em 2021, não obstante a permanência de algumas condições da economia brasileira que em geral não são consideradas favoráveis para as decisões de investir.

Dados disponíveis sobre a destinação desses investimentos destacam especialmente os investimentos destinados à agropecuária, aos setores participantes do agronegócio e à indústria de construção. São setores beneficiados pelo aumento de preços de commodities agrícolas e no caso da construção por taxas reais de juros ainda baixas ao longo de 2021.

Apesar das limitações do uso de dados contábeis para analisar a evolução dos indicadores de investimento das empresas abertas, existem indicações de que o crescimento dos investimentos das empresas ligadas ao agronegócio foi duas vezes maior que o observado no total das empresas. Além disso, há a constatação de que, no ano terminado no terceiro trimestre de 2021, a taxa média de retorno do capital total investido das empresas abertas superou o custo médio do capital e o elevado coeficiente de retenção de lucro

sinaliza a existência de perspectivas de manutenção ou realização de novos investimentos por parte dessas empresas.

Entretanto, além dos impactos imediatos sobre os preços das commodities, da inflação, das taxas de juros e da frustração de expectativas da regularização das cadeias de oferta, a guerra da Ucrânia e as sanções adotadas adicionam elevado grau de incerteza sobre seus impactos na economia brasileira. Não obstante alguns setores possam ser até beneficiados, o aumento da inflação, a elevação das taxas de juros domésticas e internacionais e os efeitos do período eleitoral não configuram cenário favorável para os investimentos.

1 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 ou da FIPE. Este Relatório utiliza dados das fontes citadas disponíveis até a data de sua elaboração, que podem estar sujeitos a alterações posteriores. O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões e de compra ou venda ou qualquer transação de ativos financeiros, ou outras que possam causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação. A publicação foi produzida com as informações existentes em fevereiro de 2022.

2 A taxa de investimento de 2021 calculada pelo quociente entre FBCF e PIB, em termos nominais, como é usual, cresceu 3,7p.p. do PIB (de 15,5% em 2019 para 19,2%) em 2021. Como é detalhado adiante,

adota-se o procedimento de ajustar esses percentuais de modo a excluir o efeito das plataformas da Petrobras e da diferença de preços relativos entre FBCF e PIB em linha com recente trabalho divulgado no Blog do IBRE.

- 3 BORÇA Jr, Gilberto. Investimento em alta no Brasil, mas nem tudo que reluz é ouro. Blog do IBRE, 14/03/2022. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/investimento-em-alta-no-brasil-mas-nem-tudo-que-reluz-e-ouro>. O foco desta Nota é apenas o aumento da taxa de investimento entre 2019 e 2021, enquanto o trabalho citado considera os ajustes no período de 2010 a 2021.
- 4 As empresas abertas representam cerca de 26% do valor adicionado bruto da economia brasileira, mas apresentam composição setorial muito distinta das contas nacionais com 80% de empresas industriais (CN 21,7%) e menos de 1% de empresas da agropecuária (CN 8,3%) e 19,5% empresas de serviços (CN70,0%). Além disso, o valor calculado do investimento é baseado na diferença dos saldos dos ativos imobilizados e dos intangíveis de cada ano com os do período anterior. Ocorre que o saldo do exercício anterior é o resultado da compatibilização de gastos nominais de investimento durante vários anos passados cujo preço implícito é uma espécie de média ponderada dos preços de todos esses acréscimos feitos no passado.
- 5 Fonte: Valor Pro – Demonstrações Financeiras.

() Equipe Técnica: Coordenador: Carlos Antonio Rocca; Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.; Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli; Estagiários: Guilherme Casaca Valdivia e Luccas Rodrigo Garcia. Dúvidas e Comentários: cemec@fipe.org.br.*