

Parceria FIESP-SERASA

**DECOMTEC**

Área de Competitividade

Painel de  
Competitividade  
**FIESP-SERASA**

Primeiro semestre  
2002-2007

Equipes Técnicas  
Fiesp e SERASA

13 de dezembro de 2007



A Serviço do Desenvolvimento do Brasil

**FIESP**

**FIESP**

PRESIDENTE  
*Paulo Skaf*

**DECOMTEC**

DIRETOR TITULAR  
*José Ricardo Roriz Coelho*

DIRETOR TITULAR ADJUNTO  
*Pierangelo Rossetti*

DIRETORIA  
*Alessandra Ferreira*  
*Carlos Frederico Queiroz de Aguiar*  
*Carlos William de Macedo Ferreira*  
*Carlos Zabani*  
*Cláudio José de Góes*  
*Denis Perez Martins*  
*Dimas de Mello Pimenta III*  
*Eduardo Rabinovich*  
*Elias Miguel Haddad*  
*Francisco Xavier Lopes Zapata*  
*Laércio Barbosa*  
*Luiz Carlos Tripodo*  
*Manoel Canosa Miguez*  
*Mário Ceratti Benedetti*  
*Maurício Linn Bianchi*  
*Newton de Mello*  
*Pedro Martins da Silva*  
*Sérgio Paulo Pereira de Magalhães*  
*Wilson José Farhat Júnior*

**ÁREA DE COMPETITIVIDADE**

GERENTE  
*Renato Corona Fernandes*

EQUIPE TÉCNICA  
*Egídio Zardo Jr.*  
*Fernando Momesso Pelai*  
*José Leandro R. Fernandes*  
*Paulo Sergio Pereira da Rocha*  
*Paulo Henrique Rangel Teixeira*  
*Pedro Guerra Duval Kobler Corrêa*  
*Silas Lozano Paz*  
*Vanderléia Radaelli*

ESTAGIÁRIOS  
*Guilherme Riccioppo Magacho*  
*Franciny Dornas de Andrade*

APOIO  
*Maria Cristina B. M. Flores*  
*Milena da Veiga Toro*

**SERASA**

PRESIDENTE  
*Elcio Anibal de Lucca*

**DIRETORIA**

DIRETOR DE PRODUTOS  
*Laércio de Oliveira Pinto*

**EQUIPE TÉCNICA**

*Márcio de Oliveira Torres*  
*João Carlos Machado*  
*Arlindo Gonçalves Marrão Junior*  
*Marli Cristina Guida*  
*Luís Guilherme dos Santos Moraes*  
*Márcia Freitas Gonçalves Bien*  
*Marcos Augusto de Abreu*

## Índice:

Apresentação.....	4
I. Introdução.....	4
I.1 A rentabilidade da indústria melhorou no primeiro semestre de 2007? .....	6
I.2. Tendo em vista somente sua atividade, como foi o resultado da indústria? .....	9
I.3. Causas das alterações na taxa de retorno da atividade.....	10
II. Principais aspectos sistêmicos que influenciaram os resultados da indústria no período recente .....	14
II.1. Custo do crédito .....	15
II.2. Demanda interna e comércio internacional .....	17
III. Crédito, gestão do capital de giro e investimentos .....	20
III.1. Acesso ao crédito – diferenças de acesso para GDEs e PMEs.....	20
III.2. Gestão do capital de giro .....	23
III.3. Estratégia de investimentos .....	25
IV. Considerações Finais .....	27
ANEXO .....	29
A.1. Indicadores Econômico-Financeiros Trimestrais.....	29

## Apresentação

O Painel de Competitividade tem por objetivo analisar periodicamente como aspectos conjunturais afetam o resultado das indústrias. Com base nesta análise os sindicatos integrantes da FIESP poderão fornecer a seus associados informações que subsidiem as tomadas de decisão, em especial aquelas de natureza econômico-financeira.

O Painel é elaborado a partir de informações contábeis da indústria de transformação de todo País, constantes na base de dados da SERASA e consolidadas trimestralmente. Com base nestas informações são calculados indicadores econômico-financeiros selecionados pela Diretoria do Departamento de Competitividade e Tecnologia – DECOMTEC – da FIESP.

As informações foram consolidadas em dois grupos de empresas segundo o porte:

- Empresas Pequenas e Médias (PMEs) com faturamento anual até R\$ 50 milhões;
- Empresas Grandes (GDEs) com faturamento anual superior a R\$ 50 milhões.

Os indicadores utilizam dados de aproximadamente 10.000 empresas, 20% das quais são empresas grandes e 80% empresas pequenas e médias.

As variações percentuais citadas têm sempre como referência o primeiro semestre do ano anterior.

### I. Introdução

O primeiro semestre de 2007 trouxe melhora no desempenho da indústria – o que pode ser atribuído em boa medida à evolução favorável dos principais indicadores da economia brasileira, especialmente no que se refere ao crescimento do emprego, renda, consumo e investimentos.

Em que pese a contribuição destes fatores para o desempenho da indústria, a presente edição do Painel evidencia como a redução da taxa Selic também foi importante, por diminuir o impacto das despesas financeiras, aumentando os lucros das empresas, e por estimular o crescimento do crédito, o que resultou em elevação da demanda e da produção industrial, e conseqüentemente, em aumento dos lucros.

Isto reforça a necessidade de novas reduções da taxa Selic, e de se adotar medidas capazes de diminuir o spread bancário, cuja inflexibilidade está limitando a queda dos juros ao tomador de crédito.

Por sua vez, se o câmbio já vinha sendo apontado como um forte elemento de desgaste na competitividade da indústria nacional, é preocupante o aprofundamento da valorização cambial ao longo do ano (de uma média de R\$ 2,03 por US\$ no primeiro semestre para R\$ 1,79 por US\$ no início de dezembro).

**Principais Destaques:**

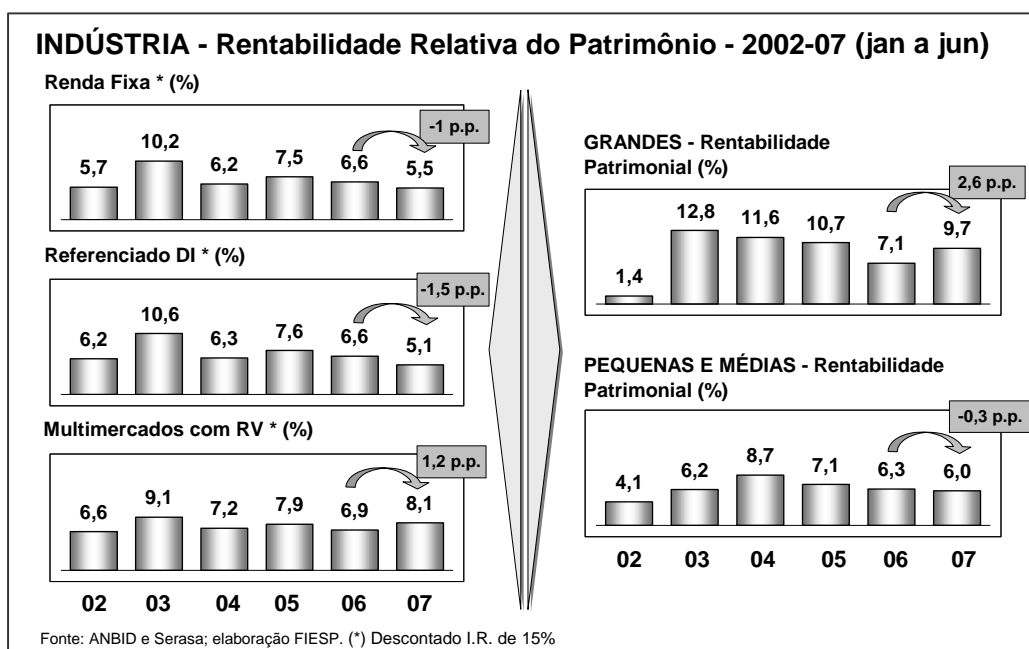
- I. No primeiro semestre de 2007 os resultados econômico-financeiros das empresas industriais brasileiras foram diferentes conforme o porte: no agregado, as GDEs aumentaram a rentabilidade e vendas, ao passo que as PMEs tiveram queda na rentabilidade, e o crescimento das suas vendas foi menos pronunciado que o das GDEs;
- II. A redução da Selic foi importante por diminuir o custo do crédito e assim estimular sua utilização, desta forma induzindo o aumento do nível de atividade da economia, o que se refletiu nos resultados das GDEs indústrias, e em menor medida, também das PMEs;
- III. Apesar da queda dos juros, as despesas financeiras ainda consomem boa parte do resultado da indústria;
- IV. A valorização cambial vem prejudicando os resultados da indústria, pois favorece o aumento de importações e restringe o aumento das receitas em R\$ obtidas com exportações;
- V. O investimento industrial reagiu em 2007, o que pode ser atribuído ao aumento da demanda, elevação do nível de utilização da capacidade instalada e custo do crédito um pouco menor que no ano anterior, entre outros fatores. Se o crédito fosse menos escasso e caro, o investimento poderia crescer ainda mais.

### I.1 A rentabilidade da indústria melhorou no primeiro semestre de 2007?

O desempenho econômico-financeiro da indústria brasileira no primeiro semestre de 2007 foi superior ao do mesmo período de 2006, se tivermos em conta apenas as GDEs empresas. Já o desempenho econômico-financeiro das PMEs piorou ligeiramente.

Os dados indicam que entre as GDEs a rentabilidade patrimonial teve incremento de 2,6 p.p., atingindo 9,7% no período. Este aumento teve principais contribuições de: a) redução da taxa Selic, diminuindo as taxas de juros para empresas e para pessoas físicas, estimulando o aumento do crédito e favorecendo o crescimento da demanda e em última análise o aumento dos lucros das GDEs indústrias; b) aumento do nível de atividade da economia, principalmente devido ao crescimento do consumo e do investimento.

Gráfico I.1



Para as PMEs a rentabilidade diminuiu 0,3 p.p., para 6,0% (Gráfico I.1). Isto ocorreu porque, apesar dos aspectos positivos observados na economia no primeiro semestre de 2007, as PMEs tiveram tímido aumento das vendas e sofreram aumento desproporcional nos custos. Além disto, o aumento em seu patrimônio líquido (ver próximo item) prejudicou a rentabilidade.

Um fato a ser destacado é que em 2007 foi revertida a trajetória de redução da rentabilidade das GDEs, observada nos primeiros semestres de 2004 a 2006. Como afirmado, nas PMEs a rentabilidade diminuiu: tendo em conta primeiros semestres dos exercícios analisados isto ocorreu pela terceira vez seguida.

Quando se compara a rentabilidade obtida pelos dois portes de empresas, é possível notar que no primeiro semestre de 2007 as GDEs tiveram desempenho 3,7 p.p. superior ao das PMEs. Esta vantagem é superior à observada no primeiro semestre de 2006 (0,8 p.p.), e é decorrente principalmente da melhora na rentabilidade das GDEs.

A rentabilidade patrimonial das GDEs foi maior do que a remuneração das três aplicações financeiras selecionadas (Fundos de Renda Fixa, Fundos Referenciados DI e Fundos Multimercado com Renda Variável). Se tomarmos o rendimento destas aplicações financeiras como uma aproximação do custo de capital empregado pelas empresas (leia quadro explicativo abaixo), conclui-se que no primeiro semestre de 2007 as GDEs criaram valor para seus proprietários/acionistas.

#### **Quadro explicativo – Custo de capital e criação de valor**

O conceito de criação de valor diz respeito à capacidade de um negócio gerar recursos para seus proprietários ou acionistas. Se a rentabilidade do negócio supera o custo do capital utilizado, então o negócio gera valor. Quando a rentabilidade do negócio é inferior ao custo de capital, então diz-se que consumiu valor investido pelos proprietários/acionistas.

O capital investido numa empresa pode ter duas origens: recursos próprios, como caixa e lucros acumulados, ou recursos dos proprietários da empresa; e recursos de terceiros, por exemplo, fornecedores e bancos. O custo dos recursos de terceiros são despesas, tais como juros pagos. O custo dos recursos próprios refere-se ao quanto os proprietários deixam de ganhar em aplicações alternativas.

Por questões técnicas, a SERASA calcula os custos de capital somente a partir dos balanços de final de ano. Nas edições do Painel de Competitividade elaboradas a partir de dados contábeis trimestrais, o procedimento utilizado para estimar a geração de valor é comparar a rentabilidade patrimonial à rentabilidade de um grupo de três tipos de aplicações financeiras alternativas.

A rentabilidade patrimonial mostra a proporção entre o valor dos lucros gerados e o montante de recursos aplicados na empresa pelos seus proprietários. É calculada dividindo o Lucro Líquido pelo Patrimônio Líquido da empresa.

O Lucro Líquido é o montante de recursos que o negócio gera para os proprietários em um dado período de tempo, já debitados todos os custos e impostos. É obtido da seguinte forma: receita de vendas menos o total de custos industriais e despesas operacionais, menos despesas e receitas não operacionais, menos despesas e receitas financeiras, menos todos os impostos.

O Patrimônio Líquido é o valor de todos os recursos que os proprietários mantêm investidos na empresa.

A rentabilidade das aplicações financeiras mostra quanto os proprietários poderiam ganhar se tivessem aplicado seus recursos no mercado financeiro ao invés de investilos na empresa.

Entre as PMEs, a rentabilidade permanece inferior (-0,3 p.p.) à média de remuneração das três aplicações financeiras selecionadas, de 6,3%. Novamente tomando o rendimento dessas aplicações financeiras como aproximação do custo de capital, a conclusão é que as PMEs consumiram valor no primeiro semestre de 2007.

No primeiro semestre de 2007 a rentabilidade patrimonial das GDEs superou a taxa de retorno da atividade (de 9,4%, a ser analisada no próximo item), isto é, o lucro líquido foi maior do que o resultado da atividade.

Isto chama atenção porque no balanço o lucro líquido é a “última linha” – já o resultado da atividade vem antes das despesas financeiras líquidas e das despesas não operacionais líquidas, entre outras contas. Os dados do primeiro semestre de 2007 indicam que a rentabilidade patrimonial das GDEs foi maior que a taxa de retorno da atividade porque: a) estas empresas tiveram, no período, receitas financeiras ligeiramente maiores que as despesas financeiras, de modo que a consideração das “despesas financeiras líquidas” não reduziu o resultado; b) foi considerável o valor das “outras receitas operacionais e equivalência patrimonial”, isto é, outras receitas operacionais e lucros provenientes de participações acionárias em outras empresas.

Diferentemente das GDEs, as PMEs têm despesas financeiras significativamente maiores que as receitas financeiras, de tal modo que em todos os exercícios sua rentabilidade patrimonial tem sido inferior à taxa de retorno da atividade.

A contribuição de cada conta na geração do lucro líquido das GDEs no primeiro semestre de 2006 é detalhada na tabela I.1 abaixo.

Tabela I.1 Margem de contribuição das contas ao lucro líquido das GDEs e PMEs (primeiro semestre de 2006, em %):

	<b>GDEs</b>	<b>PMEs</b>
Resultado da atividade	96,9	161,0
Receitas financeiras	53,5	31,7
Despesas financeiras	(51,9)	(95,1)
Outras receitas operacionais e equivalência patrimonial	30,2	17,1
Resultado extra-operacional	1,6	12,2
Provisão para I.R.	(30,2)	(26,8)
Total (Lucro líquido)	100,0	100,0

Fonte: Serasa. Elaboração: FIESP

Estes dados evidenciam as diferenças entre GDEs e PMEs no que se refere aos fatores determinantes dos resultados econômico-financeiros, podendo se destacados os seguintes pontos:

- Entre as GDEs, o saldo da contribuição de receitas e despesas financeiras foi positivo, equivalente a 1,6% do lucro líquido, e houve também a contribuição positiva das outras receitas operacionais e equivalência patrimonial, cujo valor correspondeu a 30,2% do lucro líquido;
- Entre as PMEs o saldo de receitas e despesas financeiras foi negativo, equivalente a 63,4% do lucro líquido. Isto se deveu principalmente ao ônus representado pelas despesas financeiras, que correspondeu a 95,1% do lucro líquido;
- Nas PMEs a contribuição das outras receitas operacionais e equivalência patrimonial foi equivalente a 17,1% do lucro líquido, tendo havido também a contribuição do resultado extra-operacional (igual a 12,2% do lucro líquido);
- Em suma, os dados indicam que as despesas financeiras líquidas subtraíram parcela relevante dos resultados das PMEs, implicando em ampla redução de seu lucro líquido. Em função disto, o nível de esforço para geração de lucros que estas empresas tiveram de fazer foi bem superior ao necessário para as GDEs.

*No primeiro semestre de 2007 o desempenho das GDEs foi melhor do que no mesmo período de 2006. Já as PMEs tiveram ligeira redução de rentabilidade.*

*Assumindo a rentabilidade das aplicações financeiras como aproximação do custo de capital, verificou-se que somente as GDEs criaram valor no primeiro semestre de 2007, enquanto as PMEs consumiram valor.*

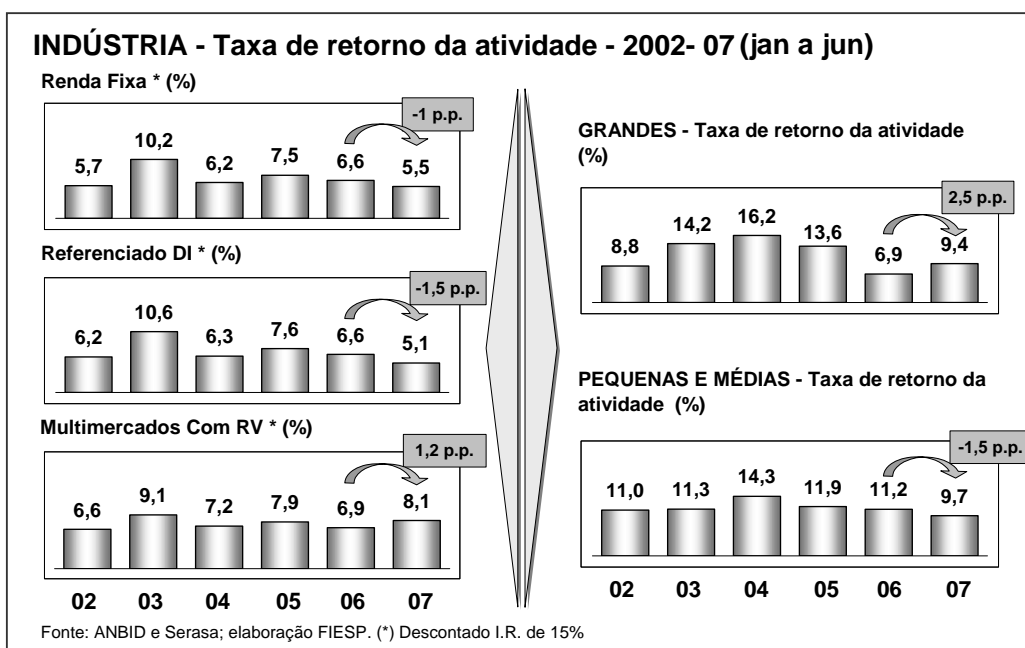
## I.2. Tendo em vista somente sua atividade, como foi o resultado da indústria?

Na análise do desempenho econômico-financeiro das indústrias, outro parâmetro importante é a taxa de retorno da atividade, pois indica o quanto uma empresa é boa naquilo para o qual foi criada: produzir e vender.

A taxa de retorno da atividade é calculada dividindo-se o resultado da atividade pelo Patrimônio Líquido. Resultado da atividade é receita de vendas menos o total de custos industriais e despesas operacionais, portanto não considera as despesas financeiras líquidas nem atividades não operacionais, como venda de ativos. Conforme já exposto, o Patrimônio Líquido é o valor de todos os recursos que os proprietários mantém investidos na empresa.

No primeiro semestre de 2007 a tendência verificada para taxa de retorno da atividade industrial foi semelhante à da rentabilidade patrimonial: para as GDEs houve aumento, e para as PMEs, redução.

Gráfico I.2



Entre as GDEs o crescimento da taxa de retorno da atividade foi de 2,5 p.p. (primeiro semestre de 2007 em comparação com o mesmo período de 2006), atingindo 9,4% no semestre. Entre as PMEs a taxa de retorno da atividade caiu 1,5 p.p., para 9,7%.

Segundo os dados apresentados, as GDEs reverteram tendência de redução da taxa de retorno da atividade industrial, iniciada em 2005. Quanto às PMEs, a taxa de retorno da atividade (nos primeiros semestres) tem caído desde 2005, e em 2007 atingiu o menor valor da série.

Outra questão é a comparação entre taxa de retorno da atividade e rendimento de aplicações financeiras. Por esta ótica, no primeiro semestre de 2007 os dois portes da indústria superaram o desempenho apresentado pelas aplicações financeiras selecionadas.

### **I.3. Causas das alterações na taxa de retorno da atividade**

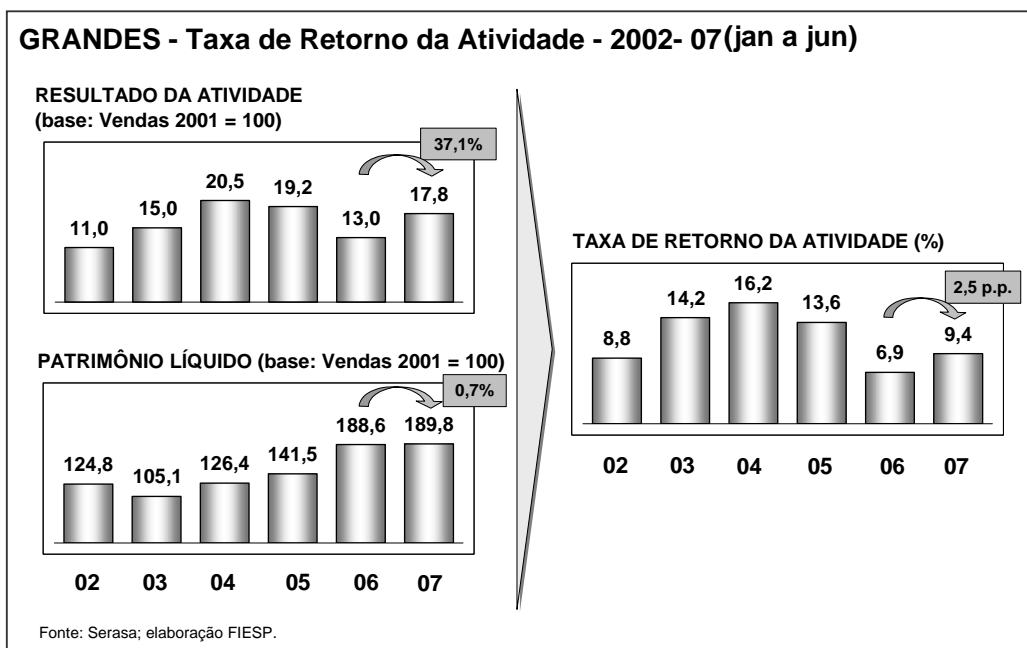
Como destacado anteriormente, a taxa de retorno da atividade é calculada dividindo-se o resultado da atividade (vendas menos custos e despesas) pelo patrimônio líquido.

Entre as GDEs, o aspecto que mais contribuiu para o aumento da taxa de retorno da atividade no primeiro semestre de 2007 (gráfico I.3) foi o resultado da atividade, que apresentou significativo dinamismo (+37%), e foi o terceiro maior da série. Com relação ao Patrimônio Líquido das GDEs, o valor ficou praticamente igual ao do primeiro semestre de 2006.

Para demonstrar de modo sucinto os valores de variáveis que são expressas em unidades monetárias, fixamos as vendas no primeiro semestre de 2001 como base 100, e as vendas dos anos subsequentes incorporam o crescimento real sobre este valor.

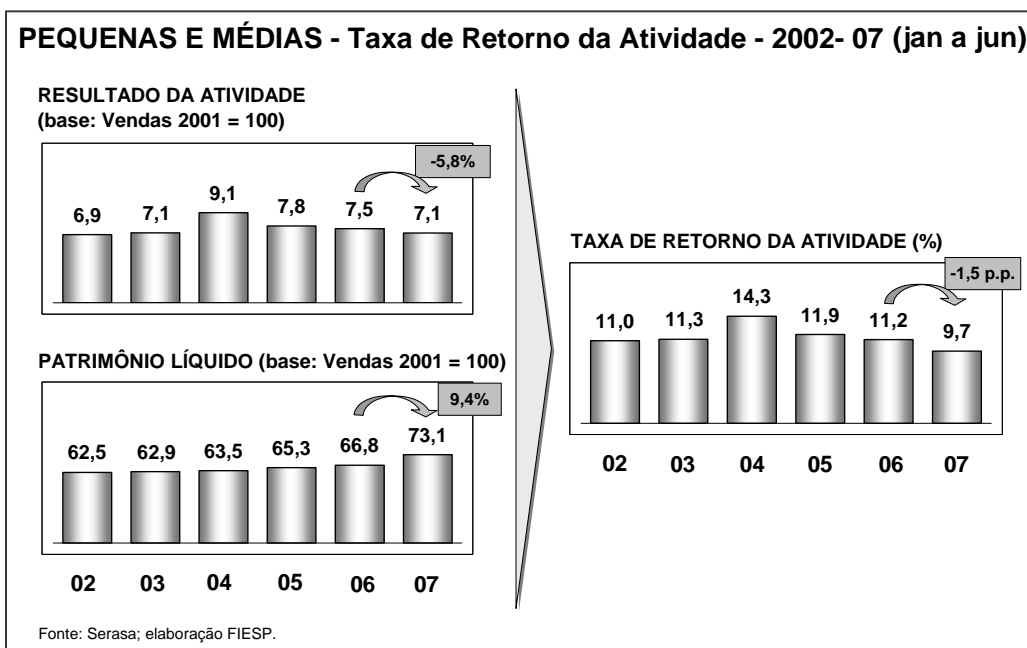
O cálculo de todas as demais variáveis monetárias também teve como base as vendas do primeiro semestre de 2001.

Gráfico I.3



Já nas PMEs (gráfico I.4) houve duas alterações que contribuíram para a redução da taxa de retorno da atividade. Uma foi a diminuição do resultado da atividade (-5,8%), e a outra foi o aumento do Patrimônio Líquido (+9,4%).

Gráfico I.4



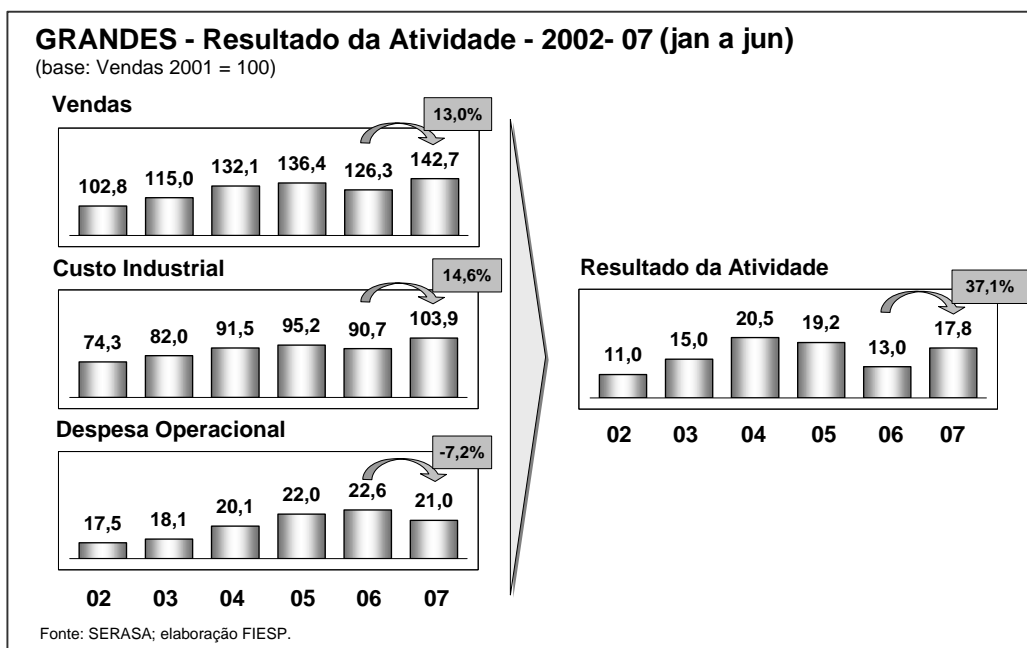
É preciso então discutir os fatores responsáveis pelas alterações observadas no resultado da atividade e Patrimônio Líquido.

#### A) Evolução do resultado da atividade

As GDEs aumentaram seu resultado da atividade em 37,1% (gráfico I.5). Isto se deveu à conjugação de dois fatores: a) comportamento das vendas, que subiram 13,0% (atingindo o maior nível da série) em decorrência principalmente do aumento do nível de atividade da economia; b) compressão de despesas operacionais (-7,2%). O resultado da atividade só não aumentou mais porque os custos industriais cresceram 14,6%, ritmo superior à expansão das vendas.

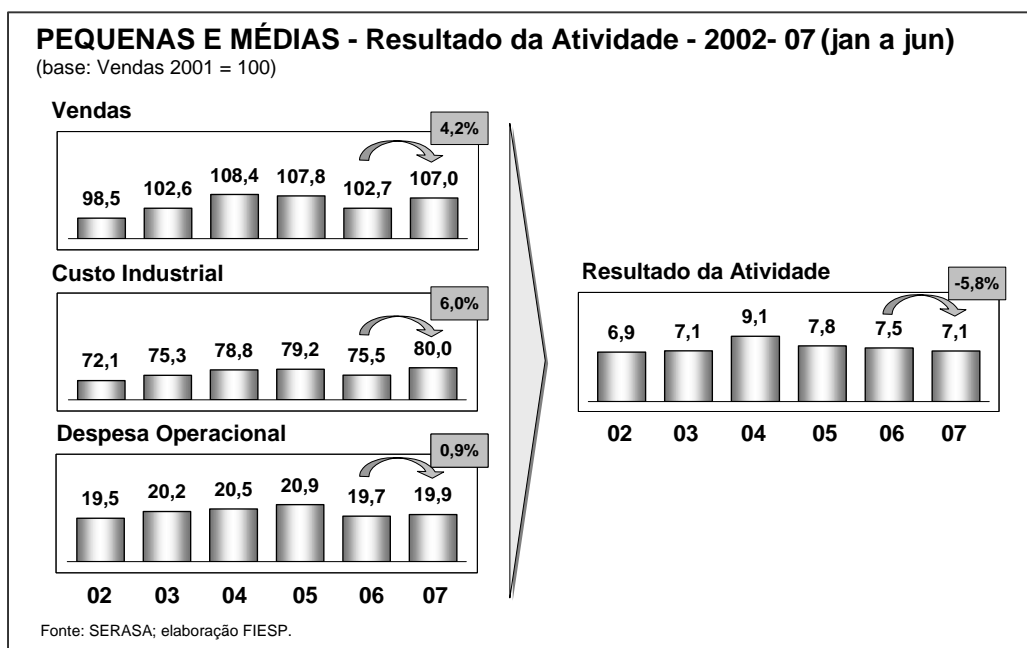
A diminuição das despesas operacionais (que consistem basicamente em despesas de vendas e despesas administrativas) está provavelmente relacionada a estratégias de racionalização das empresas, que procuraram aumentar seu nível de eficiência visando justamente reduzir o impacto decorrente das altas de custos industriais.

Gráfico I.5



Nas PMEs a piora do resultado da atividade (-5,8%, conforme gráfico I.6) pode ser atribuída principalmente ao aumento dos custos industriais (6,0%), maior do que o aumento das vendas (4,2%). Por sua vez, diferentemente das GDEs, as PMEs não comprimiram as despesas operacionais (aumento de 0,9%).

Gráfico I.6



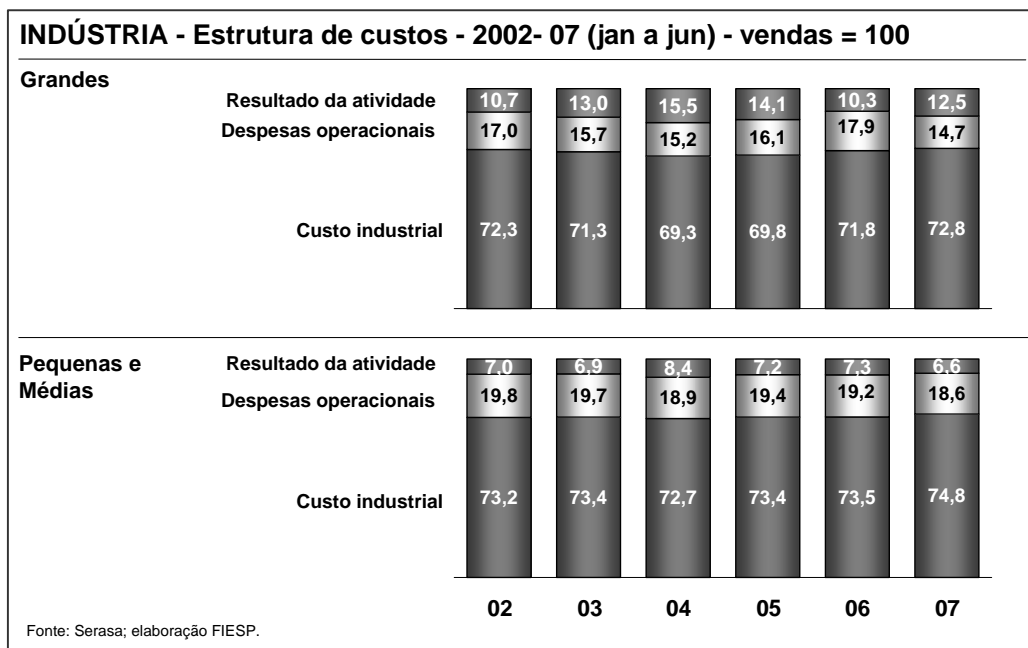
Em suma, para as PMEs o crescimento econômico não se refletiu em aumento de vendas da mesma magnitude do ocorrido para as GDEs, ao passo que os aumentos de custos ocorreram nas GDEs e também nas PMEs, ainda que menos intensamente.

Na comparação com anos anteriores, percebe-se que o resultado da atividade das GDEs no primeiro semestre de 2007 representa recuperação da perda ocorrida no mesmo período de 2006, mas ainda é insuficiente para igualar os valores obtidos nos primeiros semestres de 2004 e 2005.

Com relação às PMEs, observou-se uma tendência relativamente suave mas persistente de queda do resultado da atividade a partir de 2005, sendo que este se encontra equivalente ao valor atingido no primeiro semestre de 2003.

É importante ressaltar que as sucessivas variações nas variáveis “custo industrial”, “despesa operacional” e “resultado da atividade” não causaram mudanças significativas na estrutura de custos da indústria, como indicado no gráfico I.7 abaixo. Note que, fixando o valor das vendas de GDEs e PMEs em cada ano em 100, mudou muito pouco a proporção representada por cada uma das três partes – resultado da atividade, custo industrial e despesas operacionais.

Gráfico I.7



## B) Elevação do Patrimônio Líquido

O patrimônio líquido das PME's (gráfico I. 4) cresceu no primeiro semestre de 2007, indicando aumento do volume de recursos que os sócios/acionistas mantêm alocados nas empresas. Isto pode ocorrer por meio de retenção dos lucros ou por aportes de capital (de antigos ou novos sócios/acionistas).

Nas PME's o Patrimônio Líquido aumentou 9,4%, o que, em conjunto com a redução do resultado da atividade, contribuiu para a queda da taxa de retorno da atividade. Já nas GDE's (gráfico I. 3) o patrimônio líquido praticamente não variou (+0,7%), e como o resultado da atividade cresceu, o resultado foi elevação da taxa de retorno da atividade.

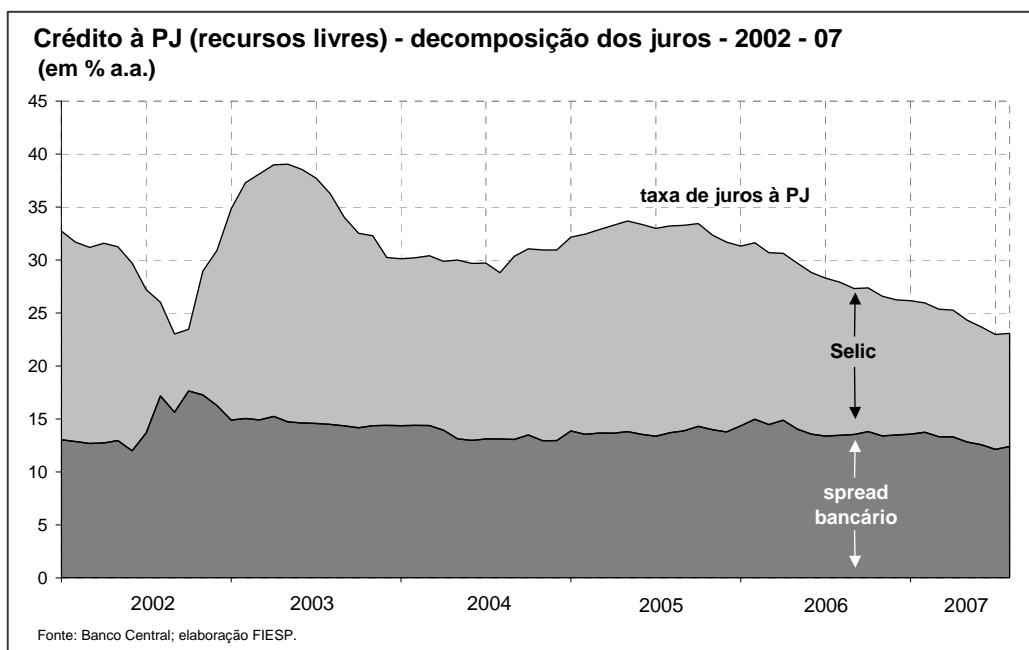
## II. Principais aspectos sistêmicos que influenciaram os resultados da indústria no período recente

Entre os aspectos que interferiram nos resultados da indústria no primeiro semestre de 2007 estão a redução da taxa básica de juros (Selic) e o aumento do nível de atividade na economia (que por sua vez foi favorecido pela queda da Selic). Outro fator a ser mencionado é a taxa de câmbio - cuja valorização tem prejudicado a atividade industrial.

## II.1. Custo do crédito

Um dos pontos que mais contribuíram para o crescimento das vendas da indústria no primeiro semestre de 2007 foi a redução da taxa de juros básica (Selic) (gráfico II.1)<sup>1</sup>, que baliza o custo do crédito no Brasil. A queda da Selic também se refletiu no aspecto financeiro das empresas, pois provocou redução das taxas de juros dos financiamentos.

Gráfico II.1



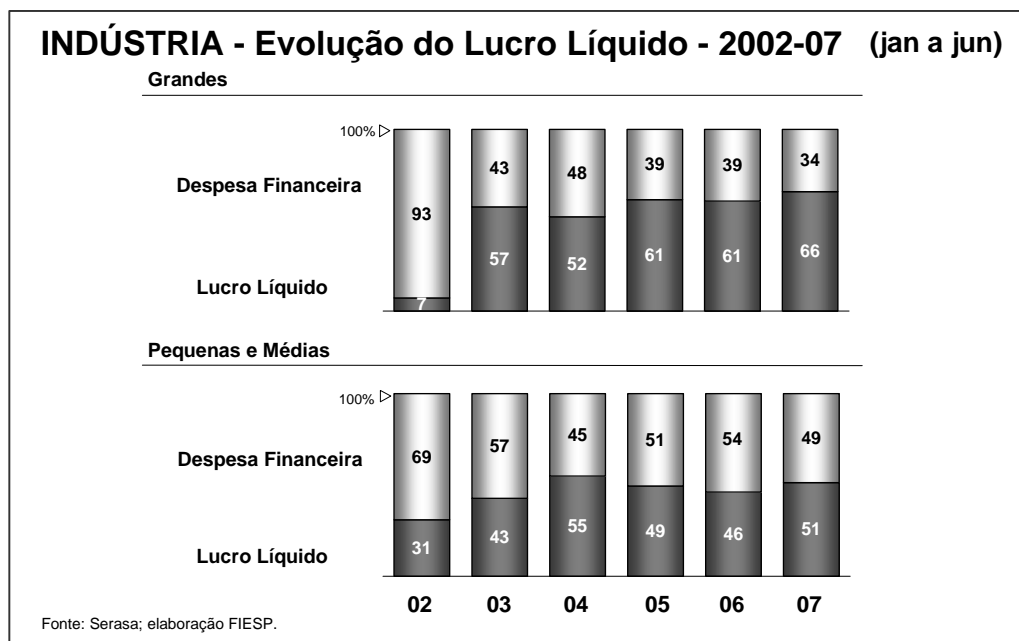
Muito embora o custo de capital tenha caído no último ano, ele ainda se encontra em nível elevado. Assim, o impacto das despesas financeiras nos resultados das GDEs e PME's permanece significativo, mesmo estando em menor nível do que nos picos da série.

Note, no gráfico II.2, como a despesa financeira das PME's equivale a praticamente metade do resultado da atividade. Entre as GDEs o impacto é menor, mas mesmo assim corresponde a mais de um terço do resultado da atividade<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> O gráfico II.1 traz a taxa de juros dos financiamentos e spread bancário. A rigor, a diferença entre as duas variáveis é a taxa de captação de recursos paga pelos bancos, que é determinada pela taxa Selic. Para simplificar a exposição do assunto optou-se por denominar a referida diferença simplesmente por taxa Selic.

<sup>2</sup> Resultado da atividade é igual a Vendas menos a soma de Custo Industrial e Despesas Operacionais

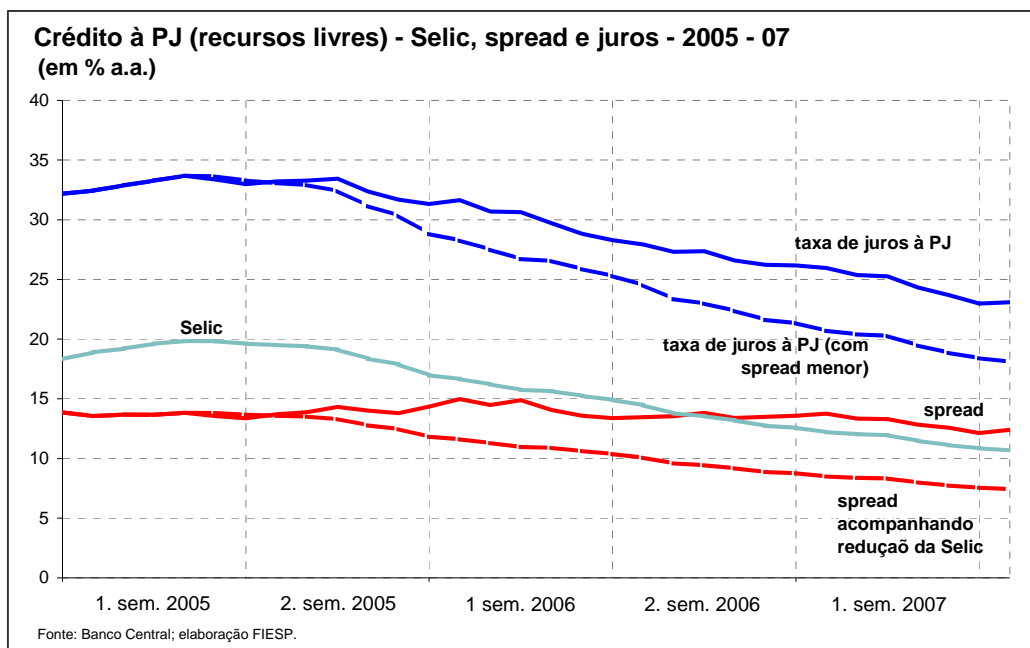
Gráfico II.2



Nesse sentido, é preciso ressaltar que a redução do custo de capital vem sendo restringida pela inflexibilidade do spread bancário. De meados de 2005 até julho de 2007 o spread diminuiu muito pouco, mesmo após extenso período de contínua queda da Selic. Isto é representado no gráfico II.3: a linha contínua azul é a taxa de juros, cuja redução foi quase totalmente devida à queda da taxa Selic (representada pela linha verde), já que o spread (linha contínua vermelha) ficou quase no mesmo patamar.

Foi feita uma simulação de quanto seria a taxa de juros, caso, a partir de 2005, o spread tivesse diminuído na mesma proporção que a taxa Selic. A linha tracejada vermelha no gráfico II.3 representa o spread com redução proporcional à queda da Selic - valendo esta hipótese, o spread médio do primeiro semestre de 2007 seria de 8,3% a.a., frente aos 13,6% a.a. observados. E valendo uma queda do spread nesta magnitude, a taxa de juros média para pessoas jurídicas (linha tracejada azul) do mesmo período seria de 20,2% a.a., frente a 25,1% a.a. observados.

Gráfico II.3



Por sua vez, a interrupção nas reduções da taxa Selic, decidida na penúltima reunião do Copom (outubro), e reiterada na última (dezembro), não contribui para a diminuição do custo do crédito ao tomador.

Pelos elementos expostos, fica reforçado o argumento de que os juros altos produzem forte impacto nos resultados da indústria, e devem ser reduzidos de maneira mais acelerada, tanto por meio de diminuições suplementares da Selic, que devem ser retomadas, como pela necessária compressão do spread bancário.

---

*Apesar da queda dos juros, as despesas financeiras ainda consomem boa parte do resultado da indústria.*

*Para que os custos de capital diminuam é preciso retomar as reduções da Selic, além diminuir o spread bancário de modo consistente.*

---

## II.2. Demanda interna e comércio internacional

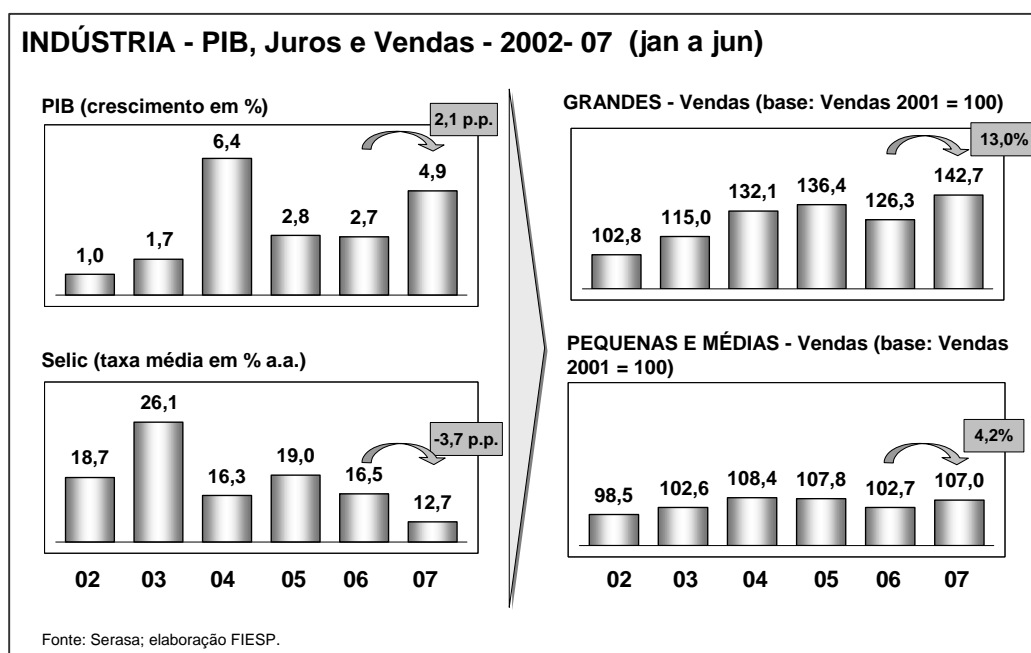
### A) Demanda interna

Não se pode deixar de ressaltar que, no primeiro semestre de 2007, o nível de atividade e desempenho econômico-financeiro da indústria foram favorecidos pelo crescimento da demanda interna. A própria economia brasileira como um todo se expandiu - 4,9% de aumento do PIB quando comparado ao primeiro semestre de 2006.

Existem indicadores cujas variações são ainda mais expressivas que a do PIB. As vendas do comércio varejista ampliado (comércio varejista mais as vendas de veículos, partes, peças e material de construção) cresceram 13,6% no primeiro semestre de 2007 (comparado ao primeiro semestre de 2006), respondendo à expansão do crédito e redução dos juros, expansão da massa salarial e programas de transferência de renda governamentais. Os investimentos (formação bruta de capital fixo) também cresceram: 10,6%, o que também propiciou maior nível de demanda por bens industriais nacionais.

Refletindo essas condições, as vendas da indústria cresceram 13,0% (GDEs), e 4,2% (PMEs) (gráfico II.4).

Gráfico II.4



Em que pese o aumento das vendas no primeiro semestre de 2007, a questão a ser colocada é que, para a indústria nacional, o impacto do aumento de demanda no mercado interno foi inferior ao que seria obtido se o ambiente de negócios fosse mais adequado. E com relação ao ambiente de negócios, um dos aspectos mais negativos tem sido a valorização cambial, por prejudicar a competitividade dos produtos nacionais. Adicionalmente, a valorização cambial tem afetado as receitas de exportações, principalmente quando cotadas em R\$.

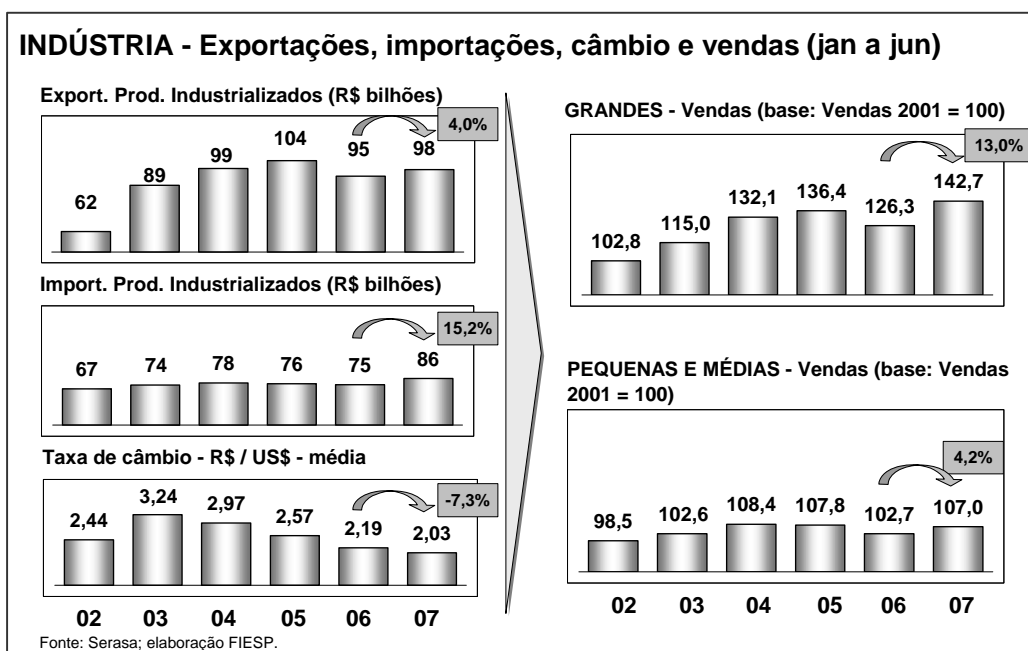
## B) Importações

Como afirmado, os impactos do crescimento da demanda interna sobre o nível de atividade da indústria poderiam ter sido mais significativos, inclusive no primeiro semestre de 2007. Ocorre que as importações cresceram em ritmo mais acelerado que o próprio aumento do consumo.

Cabe ressaltar que o aumento das importações é incentivado pela valorização cambial, pois esta reduz os preços em R\$ dos bens importados. Por exemplo, a taxa de câmbio nominal média caiu 14,9% entre os primeiros semestres de 2005 e 2006, e entre os primeiros semestres de 2006 e 2007 caiu outros 7,3%, totalizando 21,1% de valorização num intervalo de

dois anos. Mediante estas condições, as importações de produtos industrializados aumentaram 15,2% em R\$ em 2007 (primeiro semestre). O aumento nas importações em R\$ é significativo, mas se cotado em US\$ o crescimento é ainda maior (28,7%). Em virtude da valorização cambial, este último valor dá uma medida mais adequada do incremento da absorção de produtos estrangeiros no mercado nacional – significativamente maior do que o aumento do consumo interno em igual período.

Gráfico II.5



### C) Exportações

Apesar da valorização cambial as exportações (em US\$) de produtos industrializados cresceram 13,1% na comparação entre primeiros semestres de 2007 e 2006.

Isto denota que o esforço do setor industrial para aumentar as vendas ao exterior foi relativamente bem sucedido. Em condições normais, este incremento de vendas externas seria uma contribuição importante para aumentar as vendas totais da indústria, especialmente das GDEs, responsáveis pela maior parte das exportações brasileiras.

Entretanto, no atual contexto de valorização cambial, as variações de exportações (em US\$) não necessariamente se traduzem em crescimento de receitas em R\$ destas exportações: no primeiro semestre de 2007 o crescimento das receitas em R\$ das exportações foi de 4,0% (comparação com o primeiro semestre de 2006, conforme gráfico II.5).

Isto é sensivelmente inferior ao crescimento observado quando as exportações são cotadas na moeda norte-americana, o que significa que o esforço exportador empreendido pelas empresas foi pouco recompensado em termos de receitas na moeda nacional, na qual incorre a maior parte dos custos da indústria. Naturalmente, o tímido aumento observado nas receitas em R\$ dessas exportações significa uma contribuição relativamente limitada ao crescimento da

produção industrial brasileira – menor do que seria se a taxa de câmbio estivesse em patamar condizente.

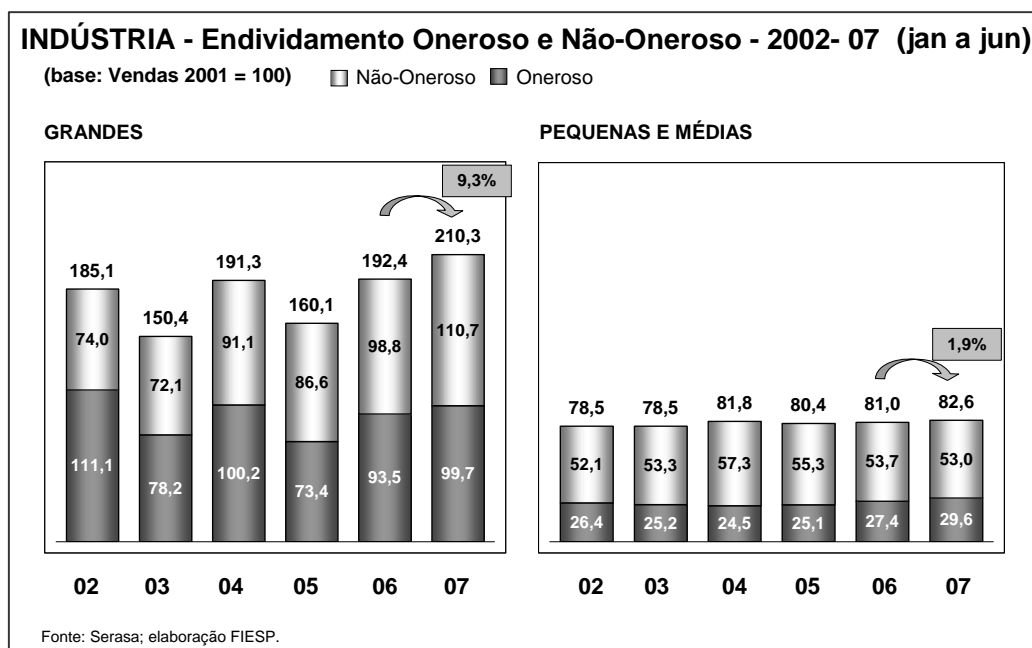
*O crescimento da atividade industrial em 2007 foi favorecido pela expansão da economia. Mas poderia ter sido maior, não fosse a elevação das importações e aumento relativamente reduzido nas exportações – em ambos os casos sob influência da valorização cambial.*

### III. Crédito, gestão do capital de giro e investimentos

#### III.1. Acesso ao crédito – diferenças de acesso para GDEs e PMEs

Um dos aspectos que podem ser destacados a partir da comparação entre informações contábeis dos dois portes de empresas é a desigualdade na utilização de crédito. Tendo como base as vendas em 2001, ao final do período encerrado em jun/2006 o estoque de endividamento das PMEs equivalia a 39% do obtido pelas GDEs (gráfico III.1).

Gráfico III.1

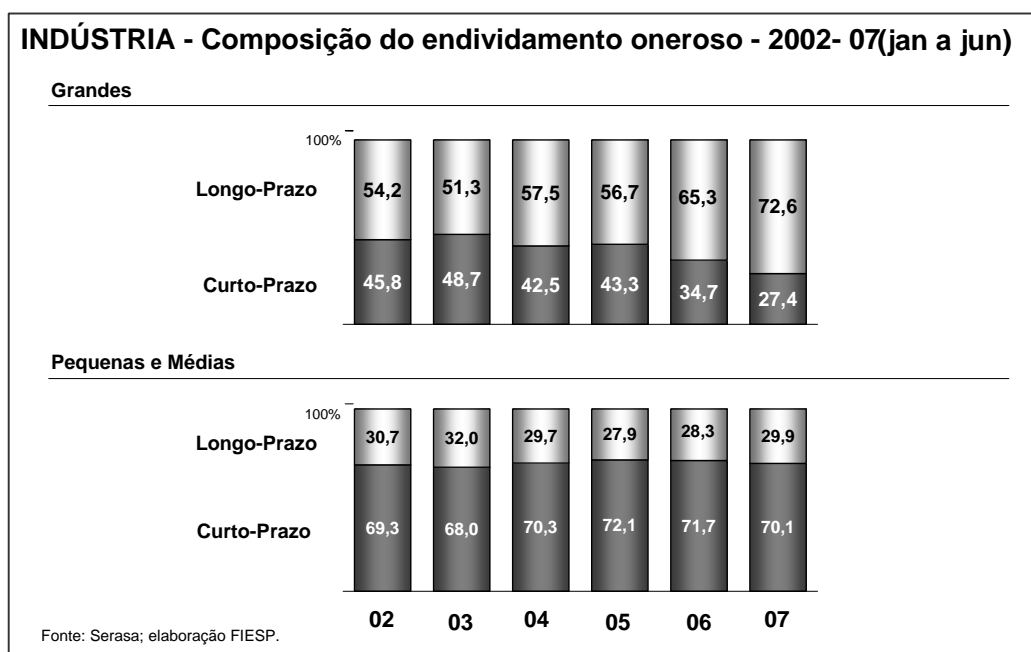


Além disso, as GDEs vêm aumentando sensivelmente o endividamento: entre os primeiros semestres de 2006 e 2007, o incremento foi de 9,3%. Já as PMEs praticamente não aumentaram a utilização do crédito, por exemplo, em 2007 o endividamento cresceu 1,9%. Este comportamento recente do endividamento pode ser relacionado ao dinamismo das vendas, mais significativo nas GDEs do que nas PMEs, mas reflete principalmente as condições diferenciadas de acesso a financiamento – sabidamente mais restritas para as PMEs.

Além disso, as PMEs dependem mais do endividamento não oneroso do que as GDEs: enquanto a porção onerosa do endividamento das GDEs é de 47,4% do total, nas PMEs esta proporção é de 35,8%. Isto ocorre porque as PMEs têm maior dificuldade para obter recursos no sistema financeiro, o que se reflete nos dados do gráfico III.1.

As diferentes condições de acesso ao crédito estão presentes também em termos do prazo do endividamento oneroso (Gráfico III.2).

Gráfico III.2



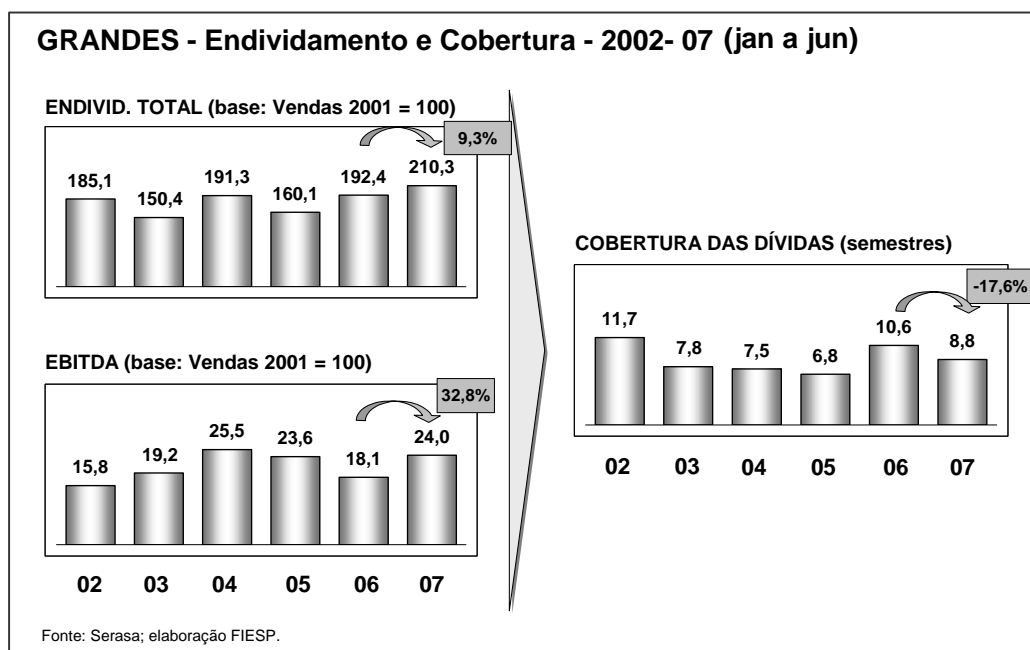
As GDEs têm aumentado substancialmente o endividamento de longo-prazo, e no primeiro semestre de 2007 este passou a representar 72,6% do total do oneroso. Nas PMEs, os recursos de longo-prazo têm participação mais tímida e praticamente estável no total do endividamento oneroso: no primeiro semestre de 2007 esta proporção foi equivalente a 29,9%.

### - Cobertura de dívidas

As trajetórias do endividamento da indústria relatadas significam nível relativamente elevado de capacidade de pagamento (cobertura) de dívidas. Além disso, ambos os portes de empresa elevaram ainda mais a cobertura de dívidas no primeiro semestre de 2007.

Entre as GDEs, pode-se notar como a melhoria dos resultados (EBITDA<sup>3</sup>) superou o crescimento do endividamento, reduzindo a relação endividamento/EBITDA. Isto significa menos semestres necessários para liquidação do endividamento das empresas. Como observado no gráfico III.3, entre o jun/2006 e jun/2007 as GDEs fizeram o índice de cobertura de dívidas cair de 10,6 para 8,8 semestres.

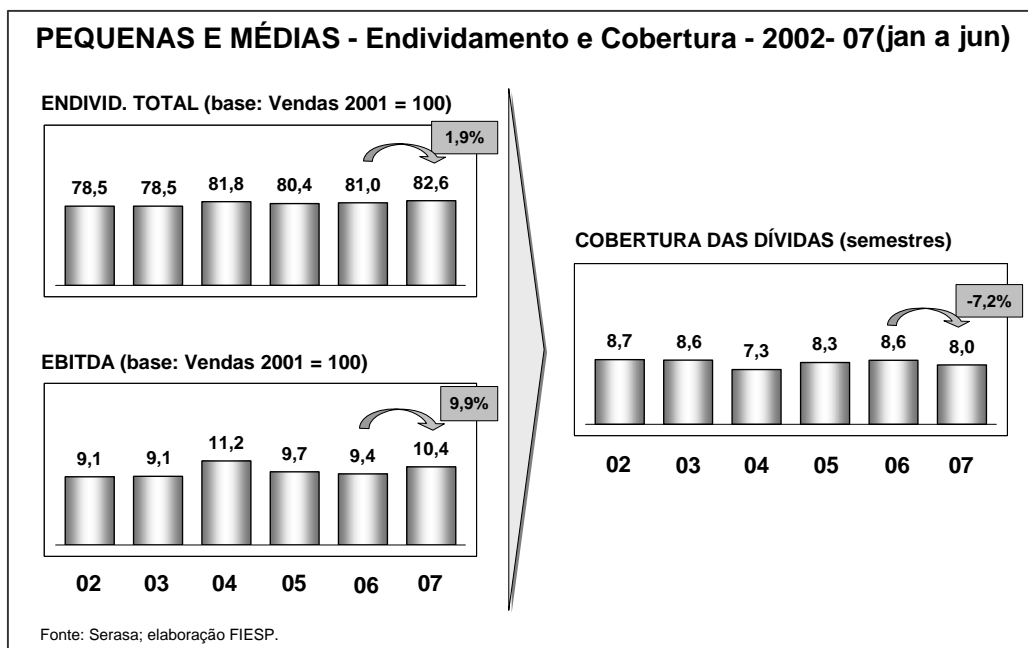
Gráfico III.3



O Gráfico III.4 indica que a relação endividamento/EBITDA das PMEs caiu de 8,6 para 8,0 semestres, segundo os dados de jun/2007 frente aos de jun/2006. Assim como nas GDEs, o aumento da capacidade de cobertura de dívidas das PMEs pode ser atribuído à elevação do EBITDA. O que diferencia estes portes é que o aumento do EBITDA foi inferior nas PMEs, e seu endividamento teve crescimento pouco significativo (1,9%).

<sup>3</sup> EBITDA – “Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization”, mostra se a empresa teve lucro com sua atividade antes de serem consideradas as despesas financeiras, impostos, depreciações e amortizações.

Gráfico III.4



### III.2. Gestão do capital de giro

Para compreender se a posição financeira da indústria melhorou no primeiro semestre de 2007, avaliaremos sua gestão de capital de giro, e para isto serão utilizados três conceitos: necessidade de capital de giro, capital de giro próprio e saldo de tesouraria.

A necessidade de capital de giro (NCG) equivale à diferença entre contas do ativo operacional (estoques mais créditos concedidos aos clientes), e do passivo operacional (débitos com fornecedores, salários e tributos a pagar).

Quando a necessidade de capital de giro é positiva ( $NCG > 0$ ), significa que a empresa não conseguiu financiar as suas operações, soma do valor de seus estoques e dos créditos aos clientes somente com os recursos do passivo operacional, isto é, o ciclo operacional da empresa é maior que o prazo médio de pagamento. A NCG tende a crescer com o aumento das vendas.

Se a necessidade de capital de giro crescer demais, pode indicar desequilíbrio financeiro, ou seja, aumento da diferença entre prazo médio de recebimento das vendas e prazo médio para pagamento aos fornecedores.

Nas GDEs, a necessidade de capital de giro teve ligeiro aumento no primeiro semestre de 2007, processo semelhante ao ocorrido nas PMEs (gráficos III.5 e III.6).

Gráfico III.5

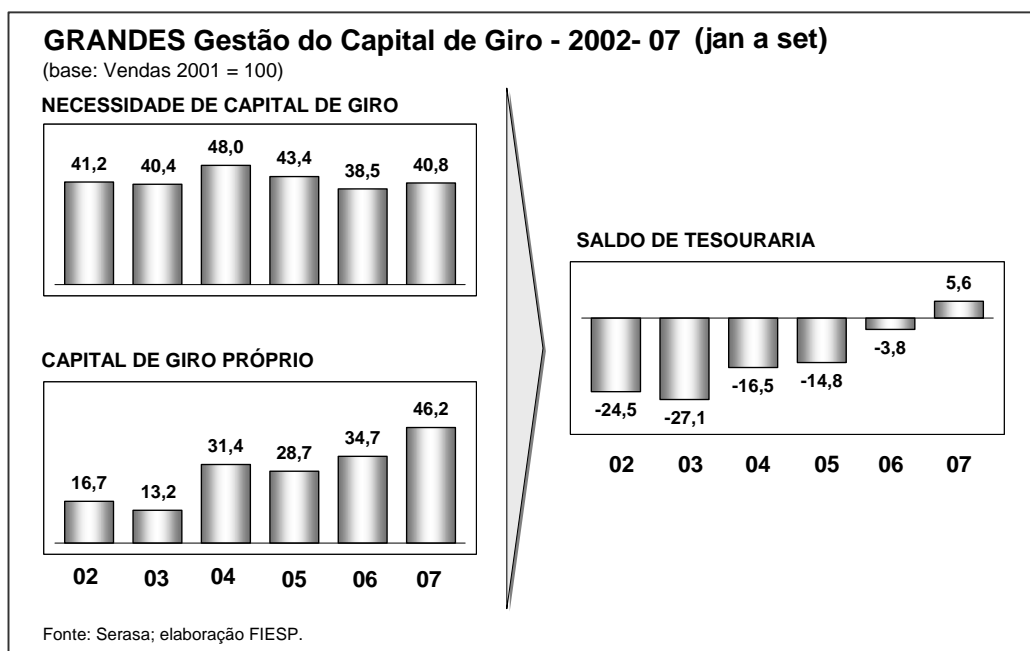
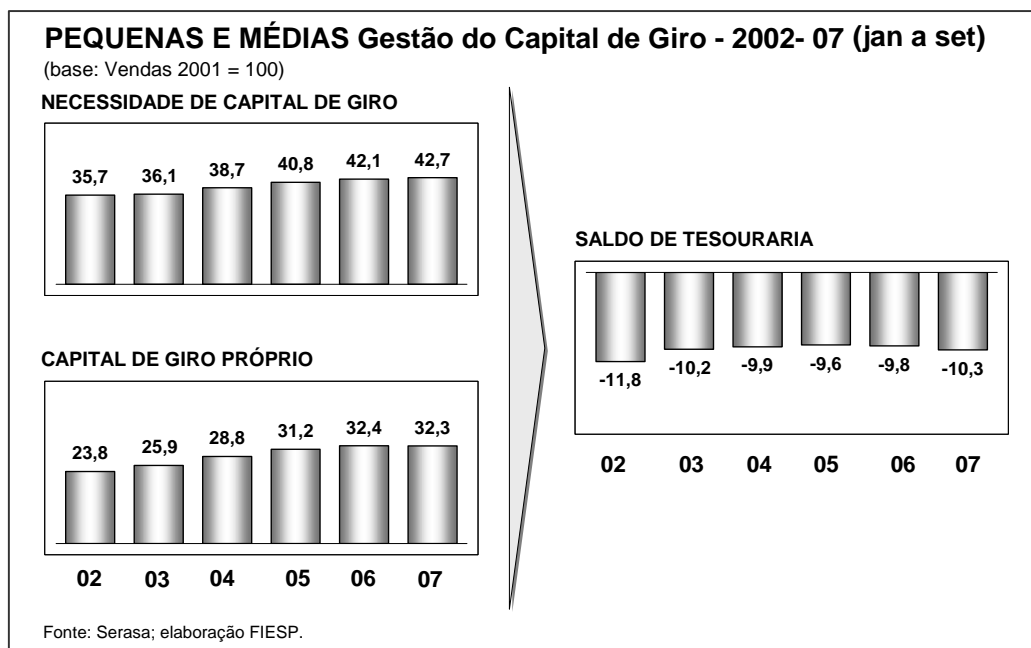


Gráfico III.6



Já o capital de giro próprio é positivo ( $CGP > 0$ ) quando as origens de recursos de longo-prazo, que são financiamentos de longo-prazo mais Patrimônio Líquido, superam o valor dos usos de longo-prazo. Os usos de longo-prazo são basicamente o imobilizado (instalações e equipamentos) mais investimentos em outras empresas mais aplicações financeiras de longo-prazo.

O capital de giro próprio cresce (tal qual ocorrido com GDEs), à medida que a capacidade da empresa em se financiar a longo-prazo, mais o patrimônio líquido, superam os investimentos ocorridos no ativo permanente (imobilizado mais ações de outras empresas) e aplicações financeiras de longo-prazo, sobrando parte dos recursos para as atividades operacionais da empresa.

Finalmente, a diferença entre necessidade de capital de giro e capital de giro próprio é o chamado saldo de tesouraria (ST). Quando o saldo de tesouraria é negativo ( $ST < 0$ ), ou seja, a necessidade de capital de giro é maior do que capital de giro próprio, indica que a empresa depende de empréstimos bancários de curto-prazo (hot-money, limite de cheque-especial, desconto de duplicatas, etc.) para o financiamento das suas operações.

Pelas razões expostas, o saldo de tesouraria negativo prejudica os resultados das empresas, problema agravado no Brasil, onde o custo das linhas de crédito de curto-prazo é excessivo.

É por isto que as empresas procuram reduzir ao mínimo o uso destas fontes de recursos para financiar suas operações. É o que as GDEs conseguiram fazer, o que é notado pela trajetória do saldo de tesouraria: partindo de valores negativos no início da década, foi tendendo a zero e se tornou positivo em 2007, pois o capital de giro próprio cresceu e a necessidade de capital de giro ficou praticamente estabilizada.

No caso das PMEs isto não aconteceu - o saldo de tesouraria permanece estavelmente negativo, pois o aumento na necessidade de capital de giro tem sido equivalente ao crescimento do capital de giro próprio. Assim, para financiar suas operações as PMEs continuam dependendo de empréstimos de curto-prazo.

---

*As PMEs têm posição financeira muito mais frágil que as GDEs: a diferença é a dependência de linhas de crédito de curto-prazo para financiamento das operações, que foi progressivamente diminuída nas GDEs, mas contínua ocorrendo no caso das PMEs.*

---

### III.3. Estratégia de investimentos

Embora não seja possível determinar objetivamente os fatores responsáveis pelas variações sofridas pelo investimento produtivo, é válido relacioná-lo à disponibilidade de recursos financeiros (como lucros acumulados ou crédito); custo de capital (juros elevados podem tornar o custo de capital maior do que a rentabilidade projetada para os investimentos, o que os inviabiliza economicamente); e crescimento da demanda.

Analisando as informações contábeis das empresas, verificou-se aumento dos investimentos no primeiro semestre de 2007, quando comparado ao mesmo período de 2006. Nas GDEs houve aumento de 16,4% no investimento bruto (gráfico III.7). Nas PMEs o crescimento do investimento bruto foi mais acentuado (+31,6%) (gráfico III.8).

Estes resultados são possivelmente, efeito da redução dos juros, aumento da demanda no mercado interno e (somente nas GDEs) melhoria dos resultados econômico-financeiros.

Gráfico III.7

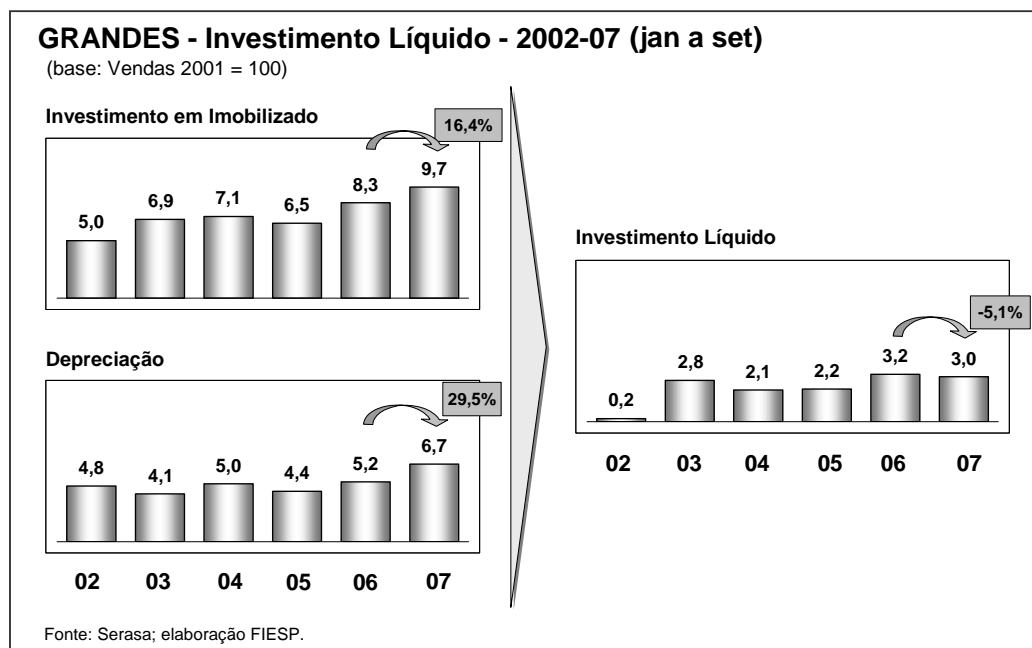
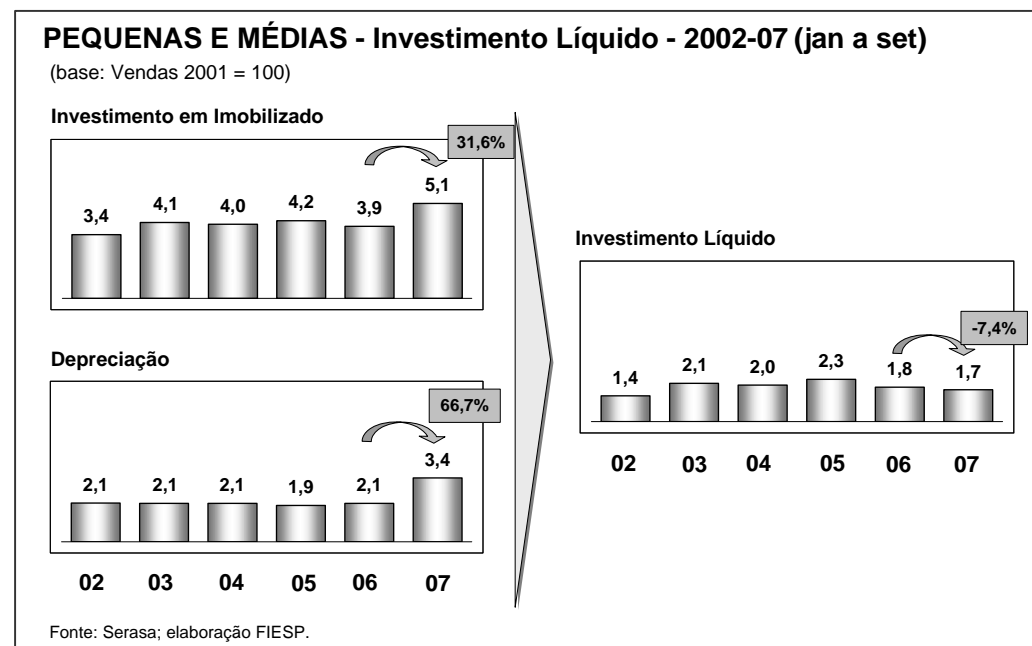


Gráfico III.8



Com a depreciação mais acentuada no primeiro semestre de 2007, o aumento do investimento bruto não se refletiu em crescimento do investimento líquido. Apesar disso é possível afirmar que a capacidade produtiva da indústria cresceu mais no primeiro semestre de 2007 do que no mesmo período de 2006, pois o investimento bruto cresceu, e o aumento da depreciação é um fenômeno contábil que não necessariamente se traduz em “desinvestimentos” em equipamentos e outros tipos de capital produtivo.

---

*A conjuntura favorável, expressa no nível de demanda e redução do custo de crédito, incentivou o aumento do investimento industrial em 2007.*

*Apesar desta melhora, as condições para utilização de crédito no Brasil não são adequadas, especialmente entre as PMEs, ensejando baixo nível de endividamento, e prejudicando a capacidade de investimento das empresas.*

---

#### **IV. Considerações Finais**

Os dados contábeis da indústria no primeiro semestre de 2007, fornecidos pela SERASA, indicam duas realidades distintas de acordo com o porte empresarial: nas GDEs, significativo incremento das vendas e melhora na rentabilidade patrimonial, tendo esta superado o rendimento das aplicações financeiras selecionadas, o que é uma indicação de criação de valor para os proprietários/acionistas.

Já entre as PMEs as vendas aumentaram menos do que as das GDEs, e a rentabilidade patrimonial diminuiu, ficando aquém do rendimento das aplicações financeiras selecionadas – sinalizando que consumiram valor.

De todo modo, em 2007 a indústria se beneficiou de alguns aspectos do ambiente sistêmico, especialmente a queda das taxas de juros e aumento da demanda interna. O fator negativo a ser salientado é que a valorização cambial prejudica as exportações e induz o aumento das importações, o que por sua vez afeta as vendas internas da indústria.

Também foi verificado que apesar da redução da Selic, o custo do crédito permanece alto e seu uso é limitado, principalmente entre as PMEs. Este elevado custo do crédito se deve em parte ao spread bancário, que permanece praticamente no mesmo nível desde 2005, apesar da necessária redução da Selic ocorrida desde então.

Os dados relativos ao primeiro semestre de 2007 também apontam aceleração dos investimentos. A julgar por este crescimento de investimentos, as indústrias continuam se esforçando para crescer e se tornarem mais produtivas e competitivas.

Deve-se ressaltar que continuam presentes uma série de elementos, especialmente no ambiente sistêmico, que representam sérias restrições sobre a capacidade de crescimento e desenvolvimento da indústria e de toda economia brasileira. Estas restrições se referem à elevada carga tributária, incertezas no marco regulatório, deficiências na oferta de infraestrutura logística, crescimento do custo e riscos de falta de energia elétrica, entre outros.

Retornando às questões diretamente abordadas neste relatório, deve-se destacar que seria fundamental ter uma taxa de câmbio que estimulasse a produção interna, deste modo favorecendo o crescimento econômico. A este respeito, a valorização cambial de 12% desde o primeiro semestre até a presente data (de uma média de R\$ 2,03 por US\$ no primeiro semestre e R\$ 1,79 por US\$ no início de dezembro) é nitidamente divergente do comportamento que poderia ser considerado desejável, e deve cobrar seus efeitos no futuro.

Já as reduções da Selic devem ser reiniciadas o mais breve possível, e o spread deve necessariamente acompanhar esta proporção, permitindo que as taxas de juros ao tomador caiam mais acentuadamente, diminuindo o custo do crédito.

Complementando as medidas para melhoria do ambiente de negócios, deve ser mantido o esforço de redução da TJLP e desonerados os investimentos produtivos.

**ANEXO****A.1. Indicadores Econômico-Financeiros Trimestrais**

<b>GRANDES EMPRESAS</b>	<b>jun/02</b>	<b>jun/03</b>	<b>jun/04</b>	<b>jun/05</b>	<b>jun/06</b>	<b>jun/07</b>
EVOLUÇÃO DAS VENDAS (%) *	2,8	11,9	14,8	3,3	(7,4)	13,0
MARGEM EBITDA (%)	15,4	16,7	19,3	17,3	14,3	16,8
CUSTO INDUSTRIAL (Custo/Vendas)	72,3	71,3	69,3	69,8	71,8	72,8
DESPEZA OPERACIONAL (Desp. Operac./Vendas)	17,0	15,7	15,2	16,1	17,9	14,7
DESPEZA FINANCEIRA (Desp. Financ./Vendas)	21,8	8,7	10,3	7,0	6,9	6,7
RENTABILIDADE VENDAS (%)	1,7	11,7	11,1	11,1	10,6	12,9
RENTABILIDADE DO PL (%)	1,4	12,8	11,6	10,7	7,1	9,7
ENDIVIDAMENTO TOTAL (% do PL)	148,3	143,0	151,4	113,1	102,0	110,8
ENDIVIDAMENTO ONEROSO (% do PL)	89,0	74,4	79,3	51,9	49,6	52,5
COBERTURA DE DÍVIDAS (anos)	5,9	4,5	4,1	3,9	5,6	4,6
INVESTIMENTO IMOBILIZADO / VENDAS (%)	4,9	6,0	5,4	4,8	6,6	6,8

<b>PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS</b>	<b>jun/02</b>	<b>jun/03</b>	<b>jun/04</b>	<b>jun/05</b>	<b>jun/06</b>	<b>jun/07</b>
EVOLUÇÃO DAS VENDAS (%) *	(1,5)	4,2	5,6	(0,5)	(4,8)	4,2
MARGEM EBITDA (%)	9,2	8,9	10,3	9,0	9,2	9,7
CUSTO INDUSTRIAL (Custo/Vendas)	73,2	73,4	72,7	73,4	73,5	74,8
DESPEZA OPERACIONAL (Desp. Operac./Vendas)	19,8	19,7	18,9	19,4	19,2	18,6
DESPEZA FINANCEIRA (Desp. Financ./Vendas)	5,8	5,1	4,2	4,4	4,8	3,9
RENTABILIDADE VENDAS (%)	2,6	3,8	5,1	4,3	4,1	4,1
RENTABILIDADE DO PL (%)	4,1	6,2	8,7	7,1	6,3	6,0
ENDIVIDAMENTO TOTAL (% do PL)	125,7	124,8	128,7	123,1	121,3	113,0
ENDIVIDAMENTO ONEROSO (% do PL)	42,3	40,1	38,5	38,5	41,0	40,5
COBERTURA DE DÍVIDAS (anos)	4,6	4,5	3,9	4,4	4,5	4,2
INVESTIMENTO IMOBILIZADO / VENDAS (%)	3,5	4,0	3,7	3,9	3,8	4,8

Fonte: Serasa

\* A inflação é descontada usando o IPCA