

Parceria FIESP-Serasa

DECOMTEC

Área de Competitividade

**Painel de
Competitividade
FIESP-Serasa**

2001-2006

**Equipes Técnicas
Fiesp e Serasa**

10 de agosto 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

*Andrea Câmara Bandeira**Egídio Zardo Jr.**Fernando Momesso Pelai**João Alfredo Saraiva Delgado**José Leandro R. Fernandes**Paulo Sergio Pereira da Rocha**Paulo Henrique Rangel Teixeira**Pedro Guerra Duval Kobler Corrêa**Silas Lozano Paz**Vanderléia Radaelli*

ESTAGIÁRIOS

*Bruna Mara de Souza Calisto**Carlos Eduardo Ruiz Teixeira**Celso Rodrigues Batista**Guilherme Riccioppo Magacho*

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 Ferreira 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. Em 2006 a indústria foi capaz de gerar valor para seus proprietários, acionistas e credores?.....	6
I.2. Como foi a rentabilidade da indústria em 2006?.....	7
I.3. Afinal, o desempenho da indústria em 2006 foi bom? Ele poderia ter sido melhor?.....	8
II. O que mudou no ambiente sistêmico em 2006? Quais os impactos no desempenho da indústria?	10
II.1. Redução da taxa Selic.....	10
II.2. Apesar da redução dos juros, o custo de capital ainda é alto, por isso as despesas financeiras consomem o resultado da atividade.....	14
II.3. Crescimento da demanda, valorização cambial e comércio internacional	17
II.4. Conclusões	23
III. Como a indústria reagiu às recentes mudanças no ambiente sistêmico?	24
III.1. Tentou compensar o baixo dinamismo das vendas decorrente da valorização cambial com ganhos de eficiência.....	24
III.2. Aproveitou a queda das taxas de juros para elevar o endividamento, mas de maneira cautelosa, devido ao impacto elevado das despesas financeiras.....	27
III.3. Não aumentou os investimentos de maneira consistente, mesmo com maior endividamento, queda dos juros e crescimento do PL	30
IV. Considerações finais.....	34
ANEXO	35
A.1. Indicadores contábeis	35
A.2. Geração de Valor Econômico	36
A.3. Glossário	37

Apresentação

O objetivo do Painel de Competitividade FIESP-Serasa é subsidiar a elaboração de estratégias empresariais, a partir da apresentação sistematizada dos resultados das empresas e de sua relação com os aspectos conjunturais do ambiente sistêmico.

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.

I. Introdução

Em 2006 houve uma melhora no desempenho da indústria, ligada principalmente às mudanças conjunturais – mais especificamente a queda da taxa Selic, do que propriamente a fatores relacionados à atividade da indústria.

Além da melhora da geração de valor econômico, outra decorrência desta queda dos juros foi que a indústria se tornou um negócio comparativamente mais atrativo em relação a investimentos alternativos no mercado financeiro do que no ano anterior, mesmo com a estabilidade de sua rentabilidade patrimonial.

Por outro lado, a indústria não pode se aproveitar adequadamente das melhores condições de demanda nos mercados interno e internacional. Conforme avaliou-se, o baixo dinamismo da indústria em 2006 teve influência de dois fatores: o crescimento das importações e o fraco resultado das receitas com exportações (quando medidas em R\$). Os dois tiveram relação direta com a valorização cambial, que foi ainda mais acentuada em 2006.

O resultado disto foi um baixo crescimento das vendas, e por extensão, a capacidade de geração de melhores resultados na indústria foi prejudicada.

A julgar pelas informações contábeis, foram identificados três grupos de estratégias de reação às condições do ambiente sistêmico pelas empresas industriais em 2006:

1. Frente ao baixo crescimento das vendas, procurar melhorias de eficiência para obter maior geração de lucros e maior competitividade;
2. Aproveitar a queda dos juros para elevar o endividamento, mas de modo contido;
3. Conservar o mesmo nível de investimentos do ano anterior, apesar da queda dos juros, aumento do PL e do endividamento.

Em suma, avaliou-se que 2006 foi um ano de resultados satisfatórios se não for considerado o bom momento da conjuntura econômica mundial e local. Quando isto é considerado, o desempenho da indústria foi tímido.

Principais Destaques:

- I. A indústria melhorou sua geração de valor econômico em 2006 e cresceu sua atratividade relativa como negócio. Ambos resultaram principalmente da redução da Selic;
- II. Apesar da queda dos juros, as despesas financeiras ainda consomem boa parte do resultado da indústria;
- III. As vendas da indústria mostraram ligeira reação em 2006, muito embora o consumo interno e o crescimento econômico internacional tenham aumentado sensivelmente;
- IV. A razão do baixo aumento das vendas foi a valorização cambial, que favoreceu o aumento de importações e fez com que as receitas em R\$ com exportações crescessem pouco;
- V. Em 2006, com a dificuldade para aumentar as vendas, a indústria procurou reduzir custos;
- VI. A indústria se endividou mais em 2006, mas sem comprometer a capacidade de pagamento. Esta cautela se deve em parte ao nível das taxas de juros, cuja redução tem sido limitada pelo spread bancário. Isto reforça a necessidade de medidas para diminuir o spread, além de acelerar a redução da Selic. A combinação destes fatores reduz o custo do crédito e por extensão as despesas financeiras;
- VII. O investimento da indústria de transformação em 2006 ficou praticamente estagnado. Admite-se que isto se deve às deficiências do ambiente sistêmico no Brasil, e principalmente à valorização cambial e à perda de competitividade por ela causada;
- VIII. A indústria tem procurado melhorar sua estrutura de custos, de maneira a reduzir os efeitos da valorização cambial. Mas, com o prosseguimento da tendência desfavorável no câmbio, outras medidas se tornam cada vez mais necessárias. A questão crucial que se coloca é a necessidade de o governo reduzir a carga tributária no mínimo na mesma ordem de grandeza da valorização cambial: 10,6% comparando a média de 2005 com 2006.

I.1. Em 2006 a indústria foi capaz de gerar valor para seus proprietários, acionistas e credores?

O conceito de geração de valor econômico (EVA - Economic Value Added) é utilizado para comparar o retorno proporcionado pelos recursos utilizados em um negócio com os custos destes recursos.

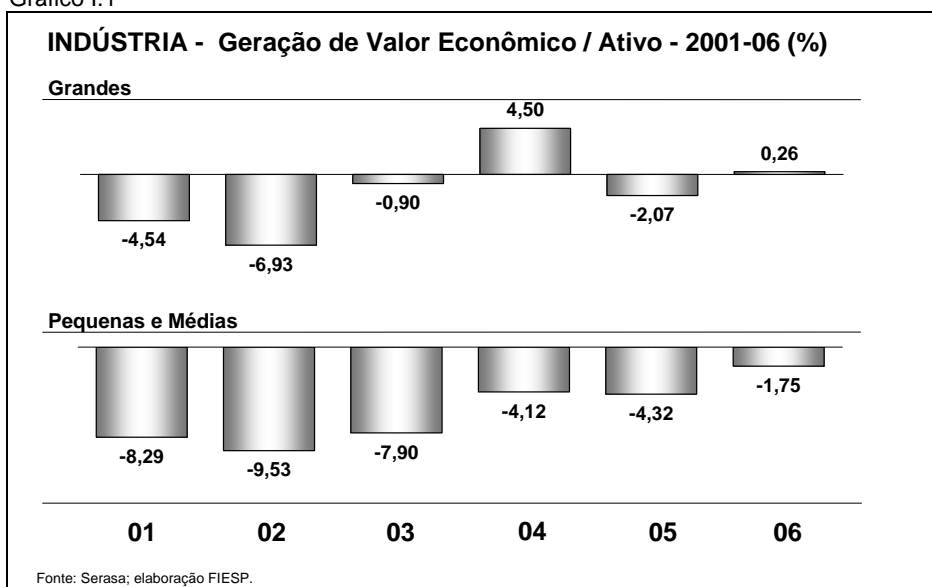
Os recursos investidos podem ser próprios ou de terceiros. Os recursos próprios são caixa, lucros acumulados e recursos incorporados pelos proprietários da empresa. Seu custo é o rendimento que as empresas deixam de obter em investimentos alternativos, por exemplo aplicações financeiras. Já os recursos de terceiros são provenientes dos credores, como os bancos, e seus custos são as despesas financeiras.

No cálculo de geração de valor econômico utiliza-se o chamado custo médio ponderado de capital (CMPC)¹, porque leva em conta o custo de cada fonte de recursos ponderado pela participação.

O retorno sobre os investimentos é chamado de ROI (ver descrição no anexo). Se o ROI de uma empresa é 10%, e o CMPC é 9%, a geração de valor num dado período é da ordem de 1%.

Analisando a geração de valor econômico em 2006, a indústria teve desempenho melhor do que no ano anterior: no caso das GDES, a geração de valor econômico sobre o ativo foi positiva em 0,26% (gráfico I.1). Em 2005, a geração de valor havia sido negativa em 2,07%.

Gráfico I.1



Cumpra observar que, apesar da melhora obtida em 2006, as GDEs ainda não puderam igualar a geração de valor obtida em 2004, de 4,50%.

¹ Do inglês WACC, "Weighted Average Capital Cost".

Quanto às PMEs, a geração de valor econômico foi negativa em 1,75%. Apesar de ainda consumirem valor, foi o melhor desempenho das PMEs entre todos os anos da série.

A indústria melhorou sua geração de valor econômico em 2006. Mesmo melhorando, as PMEs ainda consomem valor.

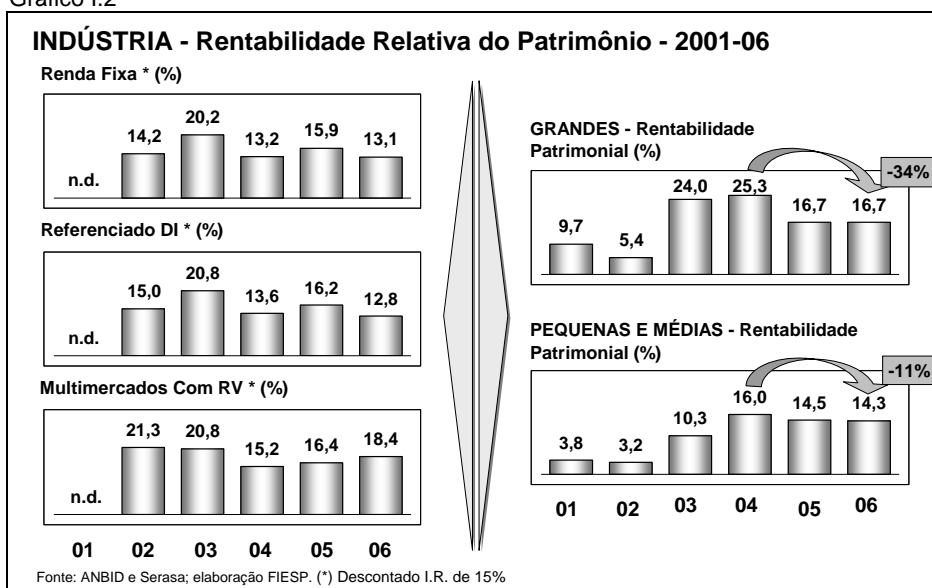
I.2. Como foi a rentabilidade da indústria em 2006?

O desempenho de um negócio pode ser avaliado de outras formas além da geração de valor econômico. Uma delas é a rentabilidade patrimonial, que significa comparar os lucros gerados com o montante de recursos investidos pelos sócios/acionistas (ver descrição no anexo).

Diferentemente da análise de geração de valor econômico, na rentabilidade patrimonial não se consideram os custos de capital. Para ter uma medida da atratividade do investimento no setor industrial é preciso comparar a rentabilidade patrimonial com o rendimento de investimentos alternativos, por exemplo as aplicações financeiras.

Em 2006 a rentabilidade patrimonial na indústria brasileira ficou praticamente igual à do ano anterior e ainda muito abaixo da obtida em 2004 (gráfico I.2). É importante destacar também que nos anos de 2005 e 2006 a rentabilidade das GDEs e das PMEs foi muito próxima.

Gráfico I.2



Nas GDEs, a rentabilidade patrimonial foi de 16,7%, equivalente à de 2005 e 34% menor do que o valor de 2004, que foi de 25,3%.

Nas PMEs a rentabilidade patrimonial foi de 14,3%, queda de 0,2 p.p. na comparação com 2005, e de 1,7 p.p. com relação a 2004, que significa uma redução de 11% (inferior à redução das GDEs empresas).

Comparando a rentabilidade patrimonial da indústria com a de três aplicações financeiras selecionadas (Fundos de Renda Fixa, Fundos Referenciados DI e Fundos Multimercado com Renda Variável), o que se nota em 2006 é um valor ligeiramente superior ao da Renda Fixa e Referenciado DI, sendo porém ainda inferior ao Multimercados.

Ressalte-se que a diferença entre a rentabilidade patrimonial da indústria e das aplicações financeiras foi superior em 2006, se comparado à diferença em 2005, o que significa que a indústria se tornou um negócio relativamente mais atrativo. Entretanto, isto ocorreu unicamente devido à queda do rendimento das aplicações, visto que a indústria não melhorou sua rentabilidade neste ano.

Vale também mencionar que os rendimentos das aplicações citados no trabalho refletem o agregado de cada modalidade de fundo, o que inclui aqueles cujos valores para aplicações mínimas são baixos, e portanto estão ao alcance de praticamente qualquer poupador.

Estas condições são bastante diferentes das enfrentadas no investimento produtivo, que exige montantes de recursos bastante superiores, possui maiores riscos, incertezas e baixa liquidez.

Por tudo isso, e também pelo fato de ser uma atividade geradora de empregos, renda, impostos e divisas, entende-se que a rentabilidade da indústria poderia ter maior vantagem com relação às aplicações financeiras.

A maior atratividade relativa da indústria como negócio em 2006 resultou não do aumento de sua rentabilidade patrimonial, mas sim da queda do rendimento das aplicações financeiras.

I.3. Afinal, o desempenho da indústria em 2006 foi bom? Ele poderia ter sido melhor?

O desempenho da indústria em 2006 pode ser considerado satisfatório, pois, como exposto, a geração de valor econômico foi positiva nas GDEs e a melhor da série para as PMEs. Além disso, a atratividade da indústria aumentou na comparação com investimentos alternativos, como as aplicações financeiras. Apesar de satisfatório, poderia ter sido melhor, pois em 2006 a conjuntura interna e externa foram favoráveis, como trataremos à frente.

O principal fator que limitou a recuperação do desempenho da indústria foi o câmbio sobrevalorizado. Essa valorização se traduziu em aumento das importações e fraco aumento nas receitas (em R\$) das exportações, resultando em baixo crescimento do nível de atividade do setor industrial. Desta forma, a melhora da geração de valor e da rentabilidade patrimonial foram restringidos.

Além disto, a velocidade de redução da Selic poderia ter sido mais acelerada, visto que ainda é alta em comparação à taxa básica de juros de outros países (o que prejudica a competitividade da economia nacional), e a inflação encontra-se sob controle.

Uma redução mais acelerada da Selic teria diversos benefícios, por exemplo: menor custo de crédito para as empresas; uma taxa de crescimento do PIB mais elevada; e valorização menos acentuada do câmbio, entre outros.

Sendo assim, fica claro que o ambiente sistêmico mudou para melhor em um aspecto – a queda dos juros, mas houve uma sensível piora no âmbito da taxa de câmbio. Além disso, como abordaremos à frente, existem outros aspectos do ambiente sistêmico que continuam restringindo o crescimento econômico do país e da indústria em particular.

O resultado disto é que, apesar da conjuntura favorável, o desempenho da indústria em 2006 poderia ter sido melhor.

O desempenho da indústria foi satisfatório em 2006, mas poderia ter sido ainda melhor se o câmbio estivesse menos valorizado e as taxas de juros fossem menores.

II. O que mudou no ambiente sistêmico em 2006? Quais os impactos no desempenho da indústria?

A melhora no desempenho da indústria em 2006 se deveu, em boa medida, à mudanças ocorridas no ambiente sistêmico.

A mais relevante dessas mudanças, do ponto de vista do desempenho industrial, foi a queda da taxa de juros básica (Selic), que baliza o custo do crédito no Brasil. A expansão da demanda interna e externa também beneficiaram o desempenho da indústria.

Apesar destas tendências positivas no âmbito dos juros e do nível de demanda, os resultados da indústria não foram tão bons quanto poderiam. O motivo é que a valorização da taxa de câmbio fez com que uma parte representativa do acréscimo de consumo e investimento da economia brasileira fosse atendida por produtos importados.

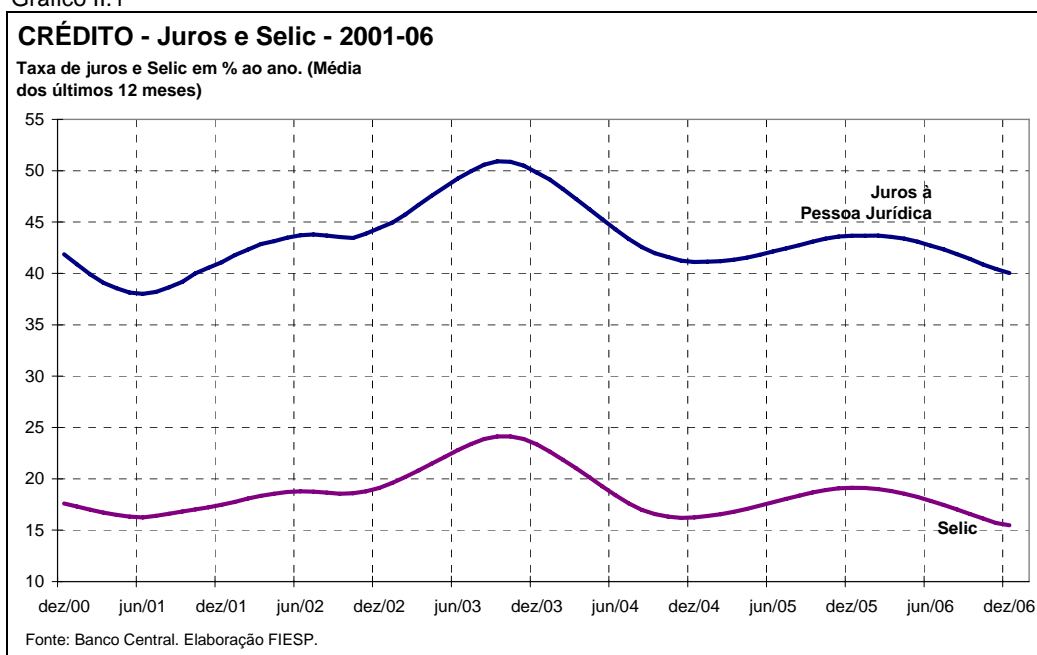
Outra conseqüência da valorização cambial foi que as exportações, mesmo crescendo em US\$, tiveram limitado aumento quando convertidas para R\$.

A seguir trataremos destes fatores e seus impactos na atividade industrial.

II.1. Redução da taxa Selic

A redução da taxa Selic (gráfico II.1) teve como resultados, entre outros, a diminuição do custo do crédito e a queda na rentabilidade das aplicações financeiras.

Gráfico II.1



A queda dos juros para empréstimos reduziu o custo de capital de terceiros, que compõe o custo de capital próprio das empresas (CMPC). A diminuição da TJLP também contribuiu para a redução do CMPC, pois esta taxa é o custo básico dos financiamentos do BNDES.

Um outro efeito da diminuição na taxa Selic foi reduzir o custo de capital próprio das empresas, que também compõe o CMPC. Isto ocorreu porque a queda da Selic fez cair o rendimento das aplicações financeiras, que por sua vez interferem no custo de capital próprio.

Nas GDEs, o CMPC caiu 2,1 p.p., para 15,9% (gráfico II.2), e nas PMEs a queda foi de 3,3 p.p., para 17,8% (gráfico II.3). Assim, o CMPC da indústria diminuiu para nível um pouco superior ao de 2004, que havia sido o mais baixo entre os anos avaliados.

Gráfico II.2

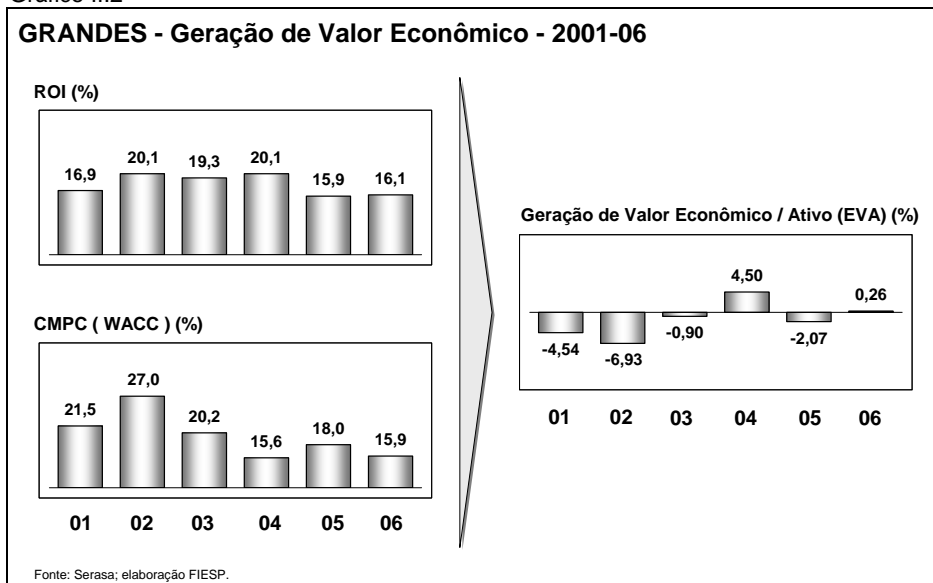
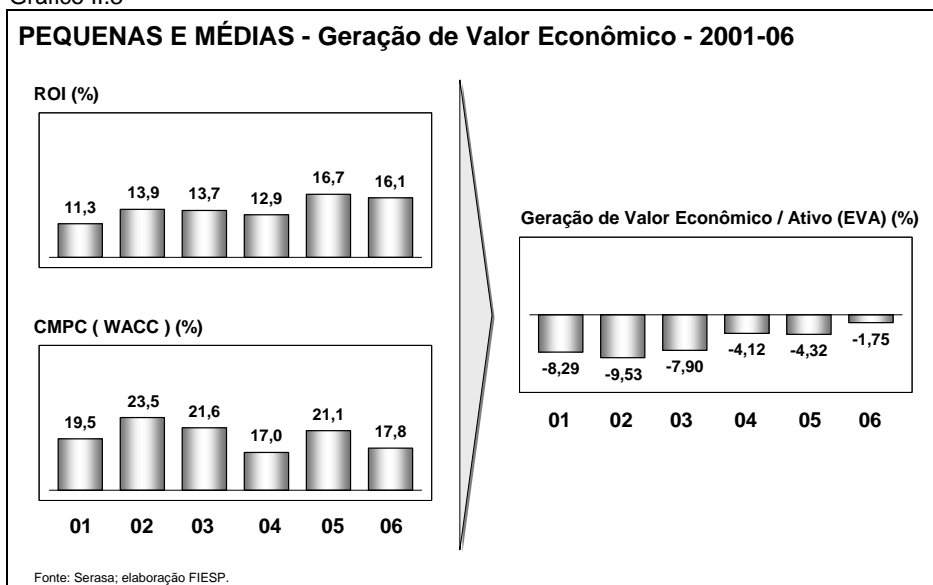


Gráfico II.3



Como pôde ser observado nos gráficos acima, o ROI cresceu pouco (0,2 p.p nas GDEs) ou diminuiu (0,6 p.p. nas PMEs).

Isto significou que nas GDEs o ROI não foi determinante para melhorar a geração de valor em 2006. A redução do CMPC foi o elemento decisivo neste sentido, possibilitando que as GDEs voltassem a ter geração de valor positiva.

No caso das PMEs, como o ROI piorou, a melhora na geração de valor dependeu totalmente da queda do CMPC. Note que a redução do CMPC não evitou que as PMEs novamente consumissem valor, mas mesmo assim 2006 foi o melhor ano dentre os avaliados.

Conforme já exposto, outro efeito da redução da taxa Selic foi fazer cair os rendimentos de aplicações financeiras, como Fundos de Renda Fixa e Fundos Referenciados DI.² Assim, apesar da rentabilidade patrimonial da indústria não ter melhorado em 2006 (ver item I.2), a diminuição da Selic, com conseqüente queda dos rendimentos das aplicações financeiras, tornou a indústria um negócio relativamente mais atrativo do que havia sido no ano anterior.

A melhora na geração de valor da indústria e sua maior atratividade na comparação com outros investimentos foram resultados da redução da Selic.

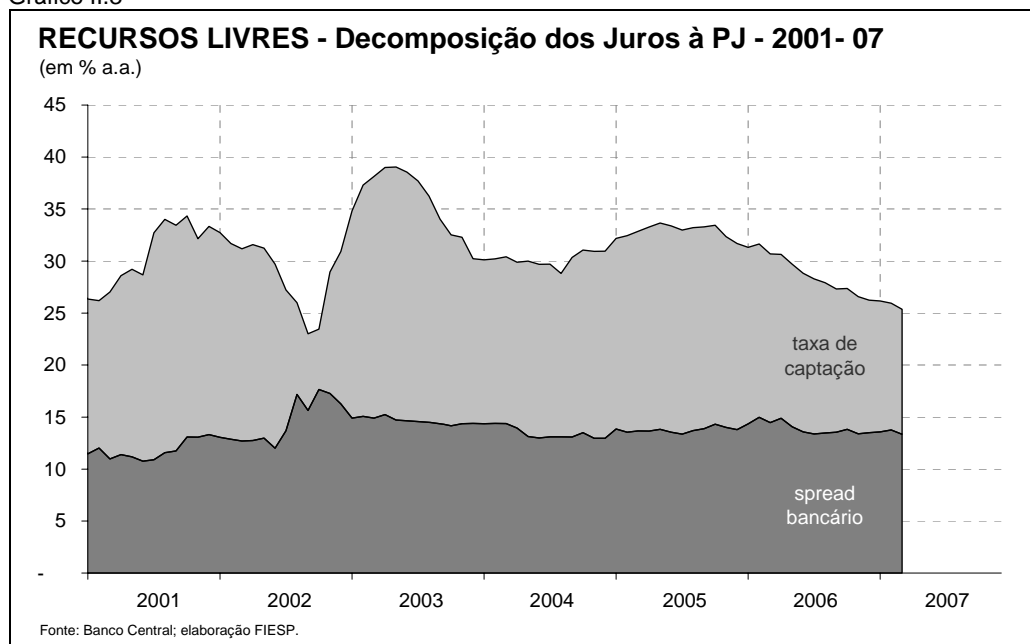
Os fatores relativos à própria atividade industrial (como o ROI e a rentabilidade patrimonial) praticamente não contribuíram para esta melhora de desempenho do setor.

O que poderia ter sido melhor?

Se a queda da Selic teve impacto direto na queda do CMPC e, portanto, na melhoria da geração de valor da indústria, este impacto poderia ter sido ainda maior. É que os juros para empréstimos teriam diminuído mais se o spread bancário (gráfico II.3) tivesse acompanhado a redução da taxa Selic. De fato, o spread médio em 2006 nas operações de crédito com pessoas jurídicas permaneceu acima de 13 p.p., mesmo com a queda de 3,8 p.p. na taxa Selic média.

² Diferentemente dos Fundos de Renda-Fixa e Referenciados DI, o rendimento dos Fundos Multimercado com Renda Variável aumentou. Isso foi devido à maior rentabilidade dos ativos de renda variável (por exemplo ações), que compõe parte do portfólio destes fundos.

Gráfico II.3



Além disso, se a Selic tivesse sido reduzida com mais velocidade, seus efeitos positivos na economia e indústria teriam sido, possivelmente, mais significativos:

- Os juros para empréstimos teriam diminuído mais ainda, reduzindo o custo de capital de terceiros e diminuindo o impacto das despesas financeiras nos resultados das empresas;
- O lucro líquido, a rentabilidade patrimonial e o ROI teriam aumentado, devido à redução das despesas financeiras;
- O rendimento das aplicações e consequentemente o custo de capital próprio também teriam se reduzido. Com isto, o CMPC seria menor;
- A queda do CMPC e aumento do ROI fariam aumentar a geração de valor econômico;
- Com a diminuição do rendimento de aplicações financeiras, a vantagem da rentabilidade patrimonial da indústria sobre o rendimento de aplicações financeiras seria maior. Com isso, a indústria seria um negócio mais atrativo.

Uma queda mais rápida da Selic e a necessária redução do spread bancário teriam resultado em melhor desempenho da indústria em 2006.

II.2. Apesar da redução dos juros, o custo de capital ainda é alto, por isso as despesas financeiras consomem o resultado da atividade

É preciso ressaltar que embora o custo de capital na indústria tenha caído no último ano, ele ainda se encontra em nível elevado.

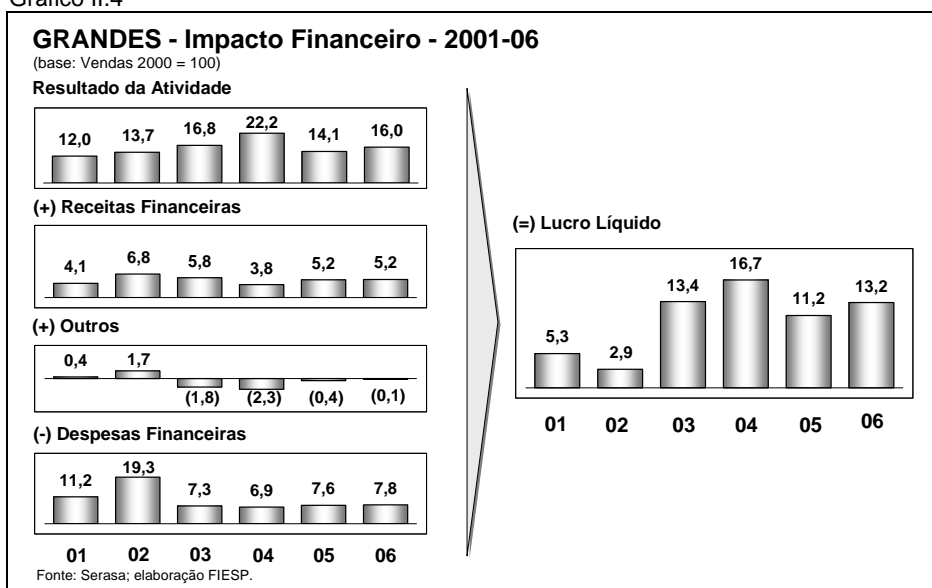
Esse alto custo de capital faz com que as despesas financeiras da indústria sejam elevadas, consumindo uma parte significativa dos resultados da atividade³.

Em 2006 o valor das despesas financeiras teve ligeiro crescimento nas GDEs e ficou estável nas PMEs devido ao aumento do endividamento (como veremos no item III.2). Este aumento de endividamento foi incentivado pela queda dos juros.

Não fosse por essa redução dos juros, um aumento de endividamento equivalente ao ocorrido em 2006 teria resultado em elevação significativa das despesas financeiras, consumindo ainda mais os resultados da indústria.

No caso das GDEs, o resultado da atividade aumentou 13,5% em 2006, e com um incremento de 3,0% nas despesas financeiras, o lucro líquido cresceu 18,0% (gráfico II.4). Mesmo assim, note que as despesas financeiras de 2006 equivaleram a mais da metade do valor do lucro líquido.

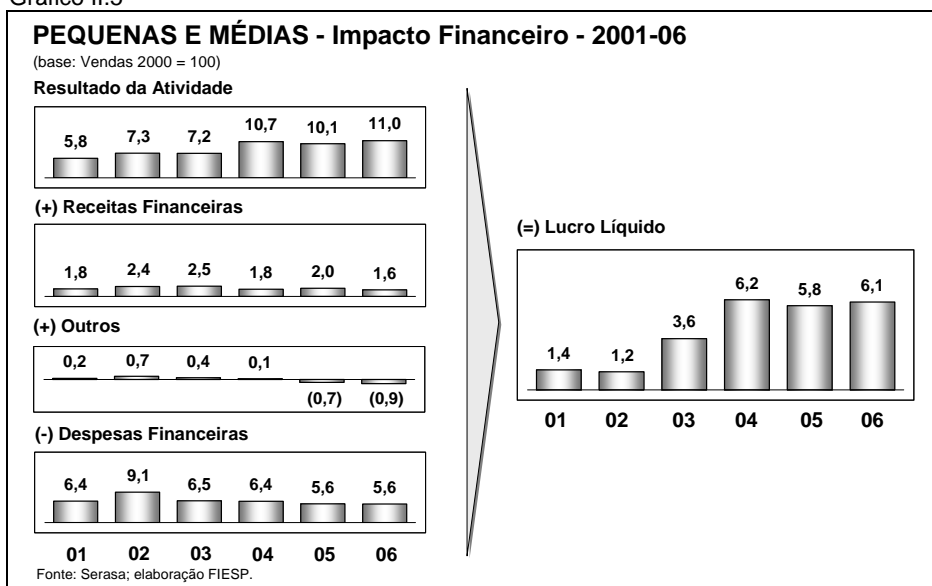
Gráfico II.4



A observação dos mesmos dados no caso das PMEs (gráfico II.5) nos indica que o resultado da atividade cresceu 8,8% em 2006. As suas despesas financeiras ficaram praticamente estáveis (-0,3%), e o lucro líquido subiu 4,4%. Mesmo com as despesas financeiras em nível baixo na comparação com o da primeira metade do período avaliado, e com o lucro líquido quase idêntico ao maior valor obtido desde 2001, o valor dessas despesas financeiras ainda é relativamente alto, e praticamente se iguala ao lucro líquido.

³ Resultado da atividade é igual a Vendas menos a soma de Custo Industrial e Despesas Operacionais.

Gráfico II.5



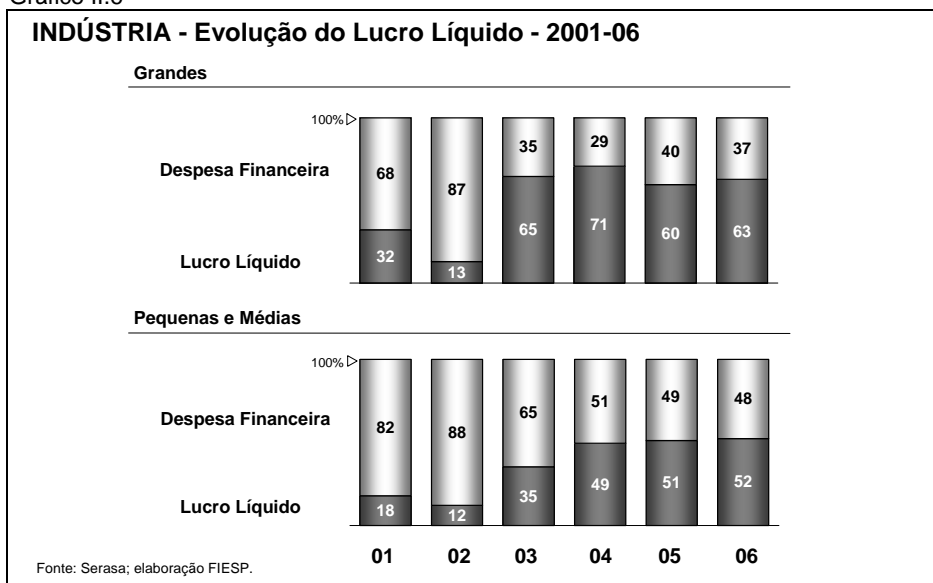
O impacto das despesas financeiras nos resultados da atividade das GDEs e PME é mostrado no gráfico II.6. Embora esteja em nível menor do que os picos da série, este impacto ainda é muito elevado.

No caso das GDEs o impacto destas despesas foi da ordem de 37% do resultado da atividade, pouco mais baixo que o de 2005, mas superior ao de 2004.

É preciso salientar que o aumento do impacto das despesas financeiras em 2006 em relação a 2004 ocorreu mais por conta do menor resultado da atividade do que propriamente devido ao aumento destas despesas. Isto é, houve elevação das despesas financeiras, da ordem de 0,9 (base vendas de 2000 = 100), mas a queda do resultado da atividade foi mais significativa: -6,2 (base vendas de 2000 = 100).

Isto reforça o argumento de que os juros altos produzem forte impacto nos resultados da indústria, e devem ser reduzidos de maneira mais acelerada.

Gráfico II.6



Já no caso das PMEs, o efeito das despesas financeiras no resultado da atividade foi de 48%, indicando ligeira redução em relação aos dois anos anteriores.

Note também a diferença que existe entre o impacto das despesas financeiras sobre o resultado da atividade das PMEs e das GDEs. Nas PMEs é 11 p.p. mais elevado, apesar do seu endividamento ser inferior ao das GDEs (como veremos no item III.2), o que se deve ao custo de capital mais alto para as PMEs do que para as GDEs.

Apesar da queda dos juros, as despesas financeiras ainda consomem muito do resultado da indústria.

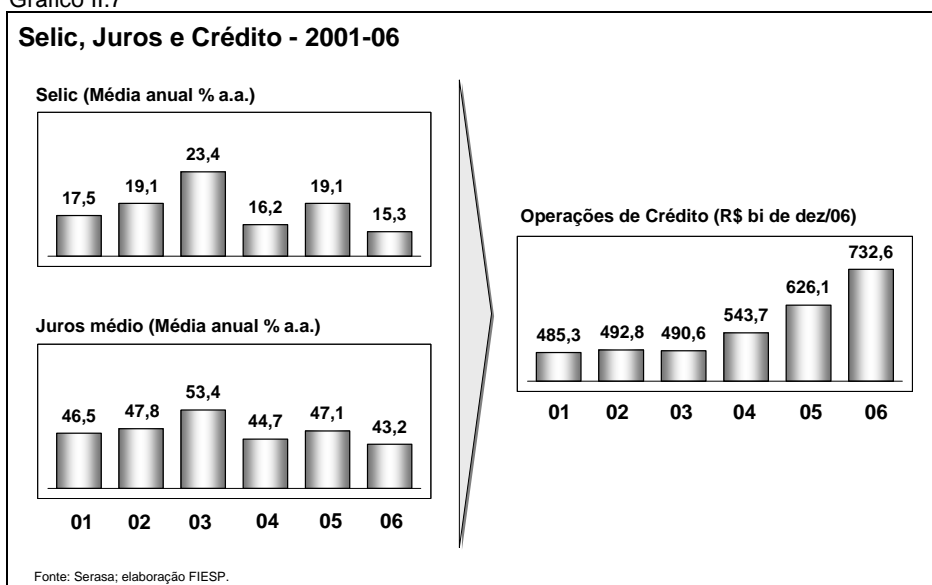
II.3. Crescimento da demanda, valorização cambial e comércio internacional

O ano de 2006 foi marcado por aceleração do crescimento econômico mundial. A taxa de crescimento do PIB mundial foi 5,4%, frente a 4,9% em 2005. Já os países em desenvolvimento⁴ cresceram à taxa de 7,9% em 2006, mais do que os 7,5% do ano anterior.

A economia brasileira, por sua vez, cresceu 3,7% em 2006, menos do que a economia mundial e os países em desenvolvimento, mas um aumento em relação aos 2,9% de 2005.

No Brasil um dos principais fatores que contribuíram para o aumento do crescimento econômico foram o aumento do crédito (17%), incentivado pela redução dos juros decorrente da queda da Selic (gráfico II.7). Foi relevante também a expansão da massa salarial (produto do nível da ocupação de mão-de-obra total pelo valor dos rendimentos reais na economia) de 6,1% em 2006, acima do aumento ocorrido em 2005, de 5,3%.

Gráfico II.7



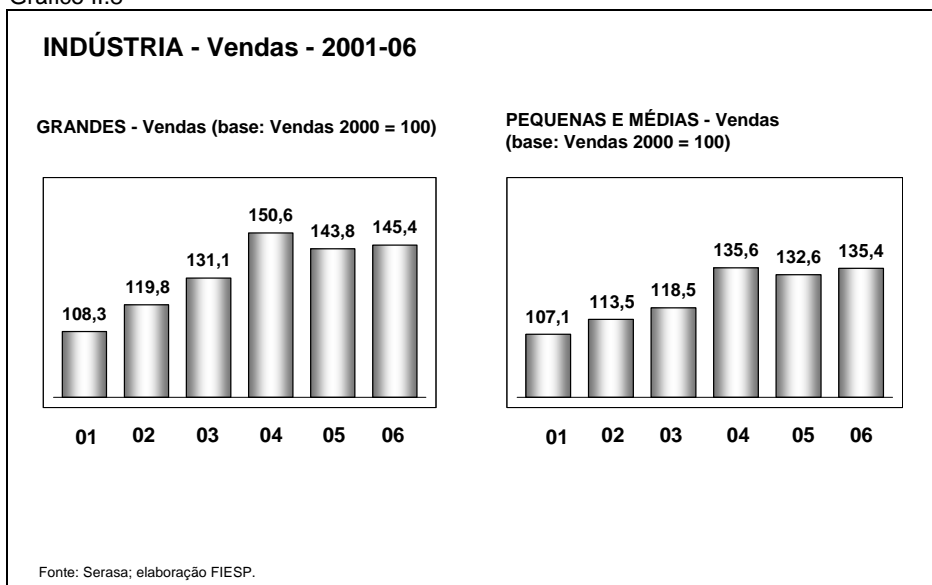
Reagindo a estas condições, o consumo das famílias cresceu 4,34%, e a formação bruta de capital fixo da economia ainda mais (8,75%). O ponto é que, apesar da conjuntura econômica internacional e do crescimento econômico mais acelerado do Brasil em relação ao ano anterior, o crescimento da indústria de transformação foi tímido (1,62%)⁵.

Os dados de variação das vendas da indústria indicam 1,1% de aumento nas GDEs e 2,1% nas PMEs. Os valores de vendas absolutas das GDEs e PMEs, com base 100 em 2000 encontram-se no gráfico II.8 abaixo:

⁴ Países da África, Ásia, Oriente Médio, América Latina, Europa Central e Oriental, Rússia e Ucrânia (IPEA, Boletim de Conjuntura, jun/2007).

⁵ Fonte: IPEA, Boletim de Conjuntura, jun/2007. Os setores mais dinâmicos em 2006 foram a indústria extrativa mineral (5,95%), comércio (4,80%), construção civil (4,63%) e o setor agropecuário (4,15%).

Gráfico II.8



Assim, embora a dinamização do mercado interno tenha contribuído para o aumento da atividade industrial em 2006, não foi suficiente para que esta crescesse ao mesmo ritmo da economia. Houve, então, influência de outros elementos.

A análise dos dados de comércio internacional ajuda a explicar essa discrepância entre o crescimento do consumo e investimento internos e o crescimento da indústria de transformação. Entende-se que o fator primordial que impediu a indústria de dar maior contribuição ao crescimento da economia brasileira em 2006 foi o aumento das importações de produtos industriais.

Outro fator importante para explicar a performance da indústria (especialmente as GDEs), foi o baixo crescimento das receitas em R\$ obtidas com exportações.

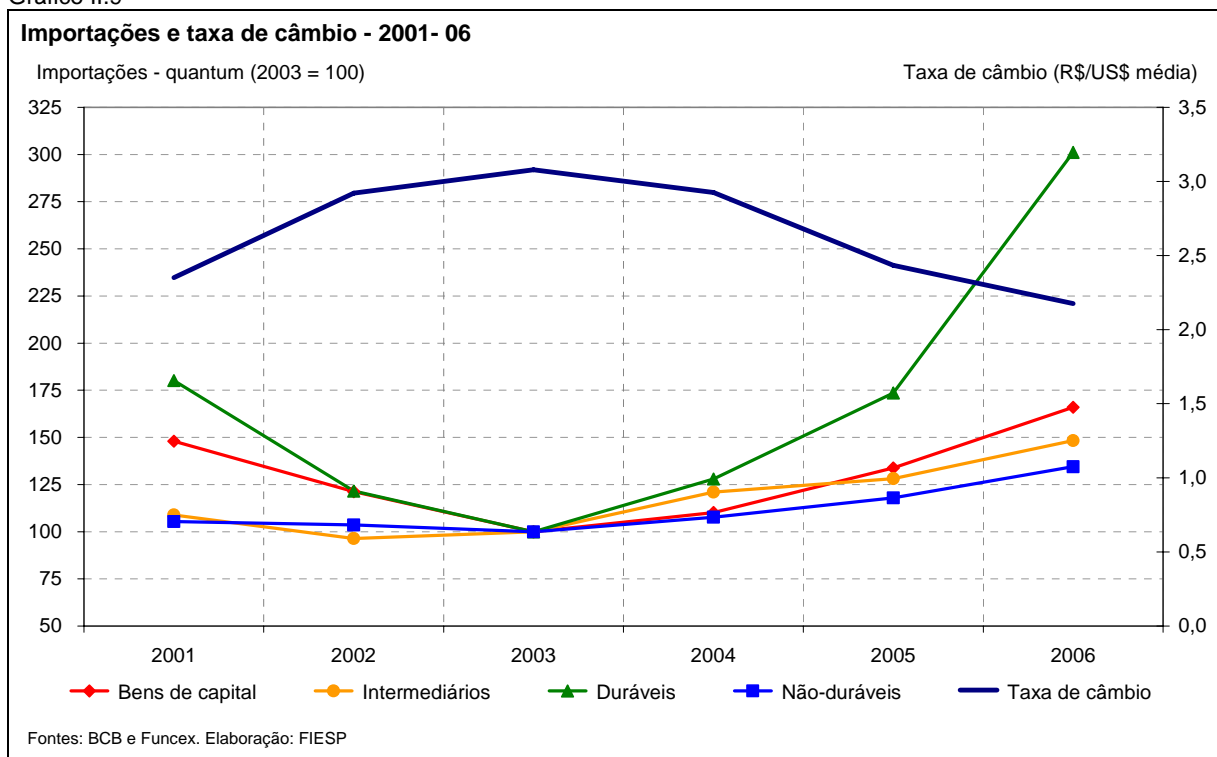
Tanto no caso do efeito descrito sobre importações quanto sobre as exportações, admite-se que o fator responsável foi, primordialmente, a valorização cambial.

As importações

Em virtude da valorização cambial, os produtos estrangeiros ficaram ainda mais baratos do que já eram em 2005, favorecendo uma explosão de consumo destes bens.

O crescimento do quantum de importações foi da ordem de 74% em bens de consumo duráveis, 24% em bens de capital, 16% em bens intermediários e 14% em bens de consumo não duráveis (gráfico II.9).

Gráfico II.9



Esses dados de quantum de importações em 2006 contrastam com a expansão apresentada pelas vendas da indústria de transformação.

É fato que o processo de aumento da penetração dos produtos industriais importados já vinha acontecendo nos anos anteriores, mas num ritmo menos intenso que o de 2006, e além disto a atividade da indústria nacional crescia à taxas semelhantes.

Em 2004, por exemplo, o quantum de importação aumentou 28% em bens de consumo duráveis, 21% em bens intermediários, 10% em bens de capital, e 8% em bens de consumo não duráveis. Já as vendas da indústria cresceram 14,8% nas GDEs e 14,5% nas PMEs.

Isso se explica principalmente pela taxa de câmbio, que se valorizou 25,6% entre 2004 e 2006.

Cabe ainda ressaltar que os efeitos do comércio internacional não têm sido ruins para todos os setores: a indústria extrativa cresceu 5,95% em 2006, e outros setores fabricantes de bens commodities, em geral favorecidos pelas exportações, também tiveram desempenho acima da média da indústria.

Os setores caracterizados pelo uso intensivo de mão-de-obra é que têm sido mais penalizados pelos baixos preços dos produtos importados, como no caso de vestuário e acessórios e também calçados e artigos de couro (valor da produção com retração de 5,2% e 3,4%, respectivamente).

Outra questão relacionada às importações é o subfaturamento, contrabando e outras formas de fraude, que dão aos produtos estrangeiros uma grande vantagem competitiva, e assim prejudicam as vendas da indústria local.

O valor total do impacto destas práticas ainda não foi mensurado, mas alguns setores possuem estimativas alarmantes: no setor de calçados, por exemplo, 2/3 dos produtos importados da China em 2006 possuíam valor declarado abaixo de US\$ 1 (Gazeta Mercantil, 12/07/07), isto é, o subfaturamento é prática disseminada.

Desta forma, é urgente que as leis e regras cabíveis que tratam da comercialização dos produtos importados sejam aplicadas com maior rigor.

As exportações

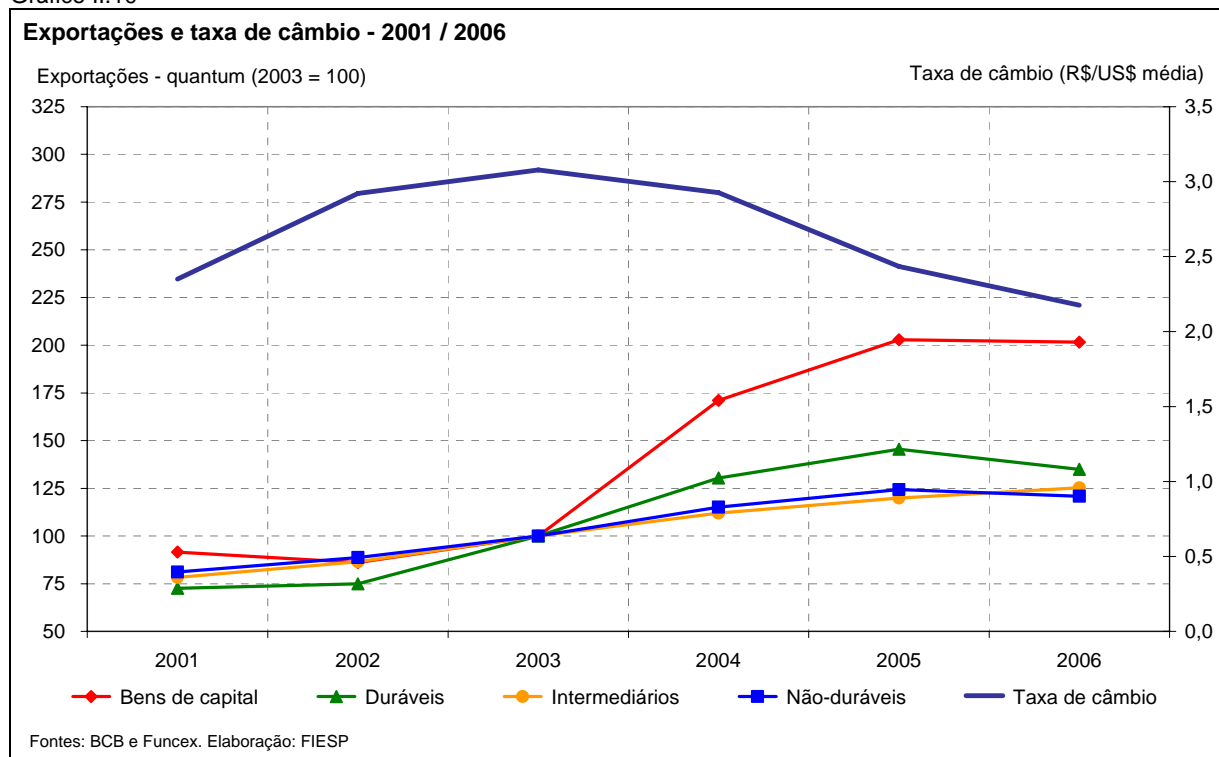
Com referência às exportações de produtos industriais brasileiros, houve crescimento durante toda a década de 2000, quando medidas em US\$. O último ano não foi diferente, com expansão da ordem de 16,2%, totalizando US\$ 68,5 bilhões.

O problema, do ponto de vista da competitividade dos produtos nacionais, é que a valorização cambial (10,6% em 2006) praticamente anulou o efeito do esforço exportador empreendido pelo setor industrial, pois a receita em R\$ proveniente destas exportações cresceu meros 1,5%.

Para manter a mesma metodologia empregada na análise das importações, optou-se por trabalhar com o quantum (quantidades físicas) de exportações.

Note, no gráfico II.10, que em 2006, com a taxa de câmbio mais valorizada de todo período, houve queda de exportações de bens de consumo duráveis e não duráveis (-7,3% e -2,8%, respectivamente). Nos bens de capital as exportações ficam equivalentes às de 2005 (-0,6%), e somente em bens intermediários houve crescimento (4,5%).

Gráfico II.10



A mudança de trajetória das exportações é bastante grave, dado que havia sido, no agregado, um fator de dinamismo das vendas da indústria na presente década.

Outra decorrência negativa da valorização cambial sobre as exportações é a piora da rentabilidade: relatório da Funcex⁶ aponta que entre 2003 e 2006 a rentabilidade das exportações totais do Brasil caiu 18%.

Finalmente, o cenário adverso nas exportações afeta particularmente as GDEs, já que produzem a maior parte das exportações industriais brasileiras.

Apesar do aumento do consumo interno e do crescimento econômico internacional, as vendas da indústria mostraram pequena reação em 2006.

Elas foram prejudicadas pela valorização cambial, que favoreceu o aumento de importações e fez com que as receitas em R\$ com exportações crescessem pouco.

⁶ Boletim de Comércio Exterior, n.1, Jan/2007.

O que poderia ter sido melhor?

Uma taxa de câmbio mais realista, isto é, menos valorizada, teria trazido uma série de benefícios à economia e indústria brasileiras.

Uma delas é que o país teria aproveitado mais adequadamente a conjuntura internacional favorável: a performance das exportações teria sido melhor, com mais vendas em US\$ e mais ainda em R\$, o que se refletiria em maior nível de atividade interna.

Tome-se o exemplo do setor automobilístico. Em 2006 as exportações⁷ diminuíram 54.332 unidades, ou 6,1% das 897.144 unidades exportadas em 2005 (Fonte: Anfavea), e esta piora foi em virtude da perda de competitividade do produto nacional no exterior. A produção cresceu porque o consumo interno aumentou. Mas se as exportações tivessem crescido também, as empresas teriam aumentado ainda mais a produção, sem mencionar o aumento da renda e do emprego diretos e indiretos.

Outro ponto é que, valendo uma taxa de câmbio menos valorizada, o aumento do consumo interno teria ocorrido com menos importações e mais produção da indústria local. Os efeitos seriam mais relevantes especialmente nos setores intensivos em mão-de-obra, que têm sofrido alto impacto nas vendas devido ao crescimento das importações.

Falta também ao Brasil um controle aduaneiro mais rigoroso, de forma a limitar as importações subfaturadas, o contrabando, e outras formas de fraude que atingem diversos setores da indústria.

E como de praxe, uma expansão mais vigorosa da indústria resultaria em maior crescimento dos outros setores da economia, como a agricultura, comércio e outros serviços. Isto em conjunto significaria mais empregos, mais empresas produzindo e mais renda gerada no país, aumentando o bem estar da população.

Por fim, mais vendas da indústria trariam maior geração de lucros, mais rentabilidade e maior geração de valor econômico no setor.

Estas são condições importantíssimas para que as empresas invistam mais recursos na produção, pois os lucros financiam (juntamente com o crédito) a expansão das atividades. Já a elevação da rentabilidade e da geração de valor econômico são fatores que contam positivamente para tomada de decisão em favor de novos investimentos, cuja concretização acaba se refletindo em novos empregos e mais renda na economia.

É imprescindível lembrar que a expansão da atividade seria mais vigorosa se a carga tributária brasileira não fosse tão elevada. A tabela II.1 traz a carga tributária de alguns países, e o Brasil se destaca por ser, dentre as nações em desenvolvimento, a que possui o mais alto nível de tributação, muito superior à que vige nos seus principais competidores internacionais, como a China.

⁷ Total das exportações de automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus.

Tabela II.1 – Carga tributária em % do PIB – 2005, Países selecionados

França	44,4
Alemanha	34,8
Canadá	34,0
Brasil	33,7
EUA	26,8
Japão	26,3
Argentina	25,9
Coréia do Sul	25,5
Chile	21,5
México	19,3
Índia	18,3
China	15,7
Taiwan	14,1

Fonte: IMD

Uma taxa de câmbio menos valorizada e uma carga tributária menor aumentariam o nível de atividade da indústria, e desta forma o crescimento econômico teria sido mais vigoroso em 2006.

II.4. Conclusões

O câmbio é um preço chave na economia. Pela presença de defasagens entre variações em seu nível e impactos na economia real, esta relação é comumente cercada de polêmica. O que hoje ocorre na indústria brasileira é um sinal evidente de que os efeitos de variações no câmbio acabam sendo sentidos, mesmo que não imediatamente.

Os principais adversários do Brasil no mercado internacional de bens industrializados (especialmente China e outros países asiáticos) operam estratégias eficazes de aumento da competitividade, seja por meio de ganhos de produtividade física, seja conquistando posições nos estágios mais elevados das escalas de valor, apoiadas por programas de política industrial e de outros tipos. Estas mesmas nações também se previnem, sistematicamente, da valorização do câmbio.

O debate sobre efeitos da conjuntura e de fatores estruturais e estratégia de políticas públicas, no Brasil, tem sido erroneamente restringido a um falso dilema a respeito da escolha entre duas alternativas: ataque às fragilidades sistêmicas presentes na economia ou reversão da valorização da taxa de câmbio. Entendemos que não se trata de uma escolha entre opções auto-excludentes. O ideal é atuar em todas as frentes possíveis, o que inclui as necessárias políticas industriais.

O debate sobre políticas públicas para correção de problemas estruturais e conjunturais da economia tem sido problemático. Os adversários do Brasil são mais pragmáticos e conciliam diversas ferramentas de política, obtendo resultados consistentes.

III. Como a indústria reagiu às recentes mudanças no ambiente sistêmico?

No capítulo anterior foram abordadas as principais mudanças do ambiente sistêmico que influenciaram a tendência recente do desempenho da indústria. Foram avaliados também os impactos destes fatores na atividade industrial.

Uma questão igualmente relevante é analisar a maneira como a indústria reagiu às alterações do ambiente sistêmico em 2006. Os dados analisados neste trabalho nos indicam que as estratégias de reação da indústria às alterações mencionadas no ambiente sistêmico podem ser colocadas em três grandes grupos, a saber:

- Obter ganhos de eficiência para compensar o baixo dinamismo das vendas decorrente da valorização cambial;
- Aumentar o endividamento respondendo à diminuição dos juros, mas de maneira cautelosa, devido ao impacto elevado das despesas financeiras;
- Adotar estratégia de investimento cautelosa, apesar da queda dos juros, aumento do endividamento e do PL.

III.1. Tentou compensar o baixo dinamismo das vendas decorrente da valorização cambial com ganhos de eficiência

Como já exposto, a valorização do câmbio prejudicou as vendas locais da indústria, porque os produtos importados se tornaram (artificialmente) muito baratos. Também descrevemos como a valorização cambial restringiu as receitas em R\$ de exportações da indústria.

O resultado disso é que, apesar do aumento do consumo e investimento internos e do crescimento econômico internacional, as vendas da indústria cresceram relativamente pouco.

Assim, a estratégia encontrada pela indústria para elevar a competitividade e ampliar a geração de resultados ficou limitada à tentativa de aumentar a eficiência produtiva, isto é, reduzir custos, ou no mínimo, fazer com que crescessem com taxas menores do que as das vendas.

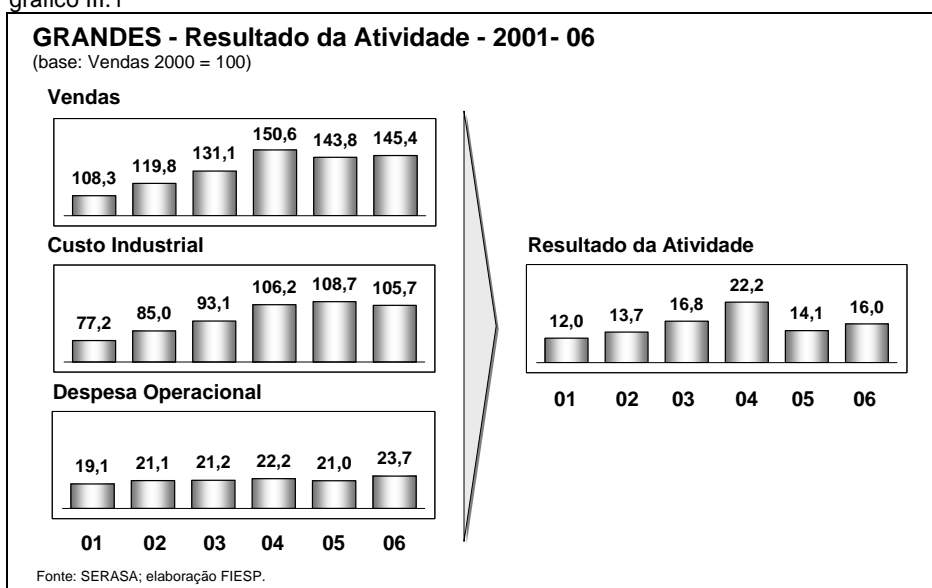
É válido lembrar que o aumento da competitividade por meio de ganhos de eficiência também pode ocorrer quando as vendas crescem muito. A diferença é que obter ganhos de eficiência num contexto de baixo crescimento das vendas tende a ser mais difícil e mais penoso também.

Com baixo crescimento da atividade, os ganhos de produtividade obtidos podem resultar em redução da mão-de-obra ocupada, e o fechamento de empresas é mais comum. Mas quando as vendas aumentam, os ganhos de produtividade e de escala obtidos são em geral maiores, e não necessariamente irão causar desemprego e fechamento de empresas.

Os resultados da tentativa de aumento de eficiência pela indústria em 2006 foram satisfatórios: contribuíram para o aumento do resultado da atividade.

No caso das GDEs, que tiveram aumento de vendas de 1,1%, houve uma redução de custos industriais da ordem de 2,8% (gráfico III.1). As despesas operacionais aumentaram 12,9%, mas são menores em termos absolutos (equivalentes a 22% dos custos industriais). O resultado é que as GDEs reduziram o binômio custos industriais e despesas operacionais em 0,25%, e com isto o resultado da atividade cresceu 13,5%.

gráfico III.1

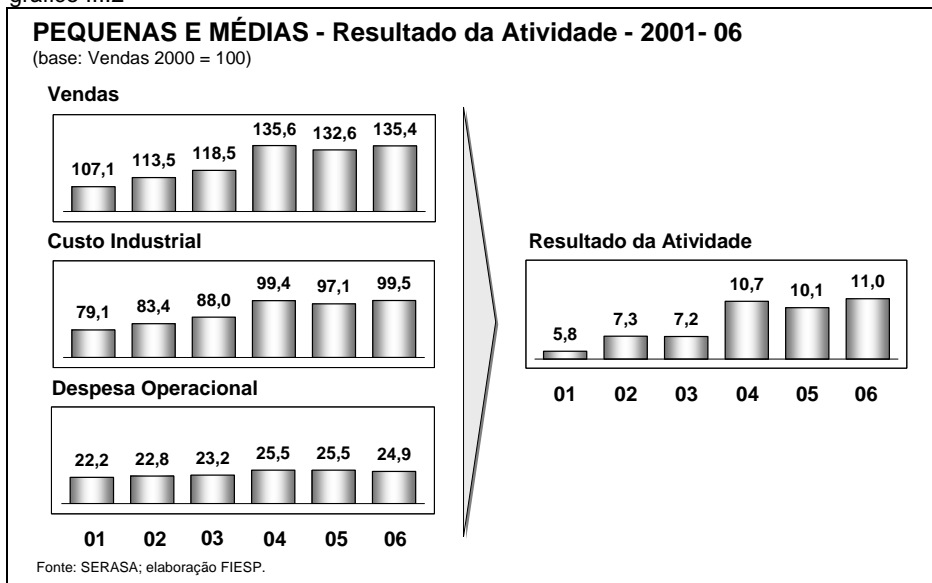


Repare que, apesar do aumento do resultado da atividade em 2006, ele ainda é 27,9% menor que o de 2004.

As PMEs tiveram aumento nas vendas de 2,1% em 2006 (gráfico III.2), um pouco maior do que nas GDEs. Os custos industriais cresceram 2,5%, e as despesas operacionais foram reduzidas em 2,2%. Com isto, a soma de custos industriais e despesas operacionais cresceu 1,5%, taxa menor do que o aumento das vendas, por isto o resultado da atividade aumentou 8,8%.

Isto significou o melhor resultado da atividade das PMEs em toda a série, melhor inclusive que o de 2004, ano em que as vendas cresceram 14,5%. A superação do resultado da atividade de 2004 pelas PMEs se deveu ao ganho de eficiência conquistado em 2006, e também ao fato de as vendas não estarem tão comprimidas quanto as das GDEs.

gráfico III.2



É importante afirmar que a estratégia da indústria em 2006 não é igual a de outros anos. No início da década 2000 a taxa de câmbio estava menos valorizada, o que propiciava mais competitividade aos produtos nacionais. Na época a indústria investiu para conquistar espaço no mercado internacional e conseguiu aumentar os volumes de produtos exportados (gráfico II.4).

Em 2006 a conquista de mercado externo e manutenção da participação no mercado interno foram mais difíceis, em virtude especialmente da restrição colocada pela taxa de câmbio valorizada.

A pressão das importações e perda de competitividade nas exportações é mais sentida em alguns setores, que por isto têm tido de reduzir o pessoal ocupado. São os casos dos setores fabricantes de Máquinas e Equipamentos de Escritório e Informática, Calçados e Artigos de Couro e Vestuário e Acessórios, que em 2006 fizeram cortes de 21,3%, 7,4% e 1,4% no pessoal empregado, respectivamente.

Os dados descritos para os ganhos de eficiência da indústria, conquistados com grandes esforços devido ao limitado aumento de suas vendas, contrastam enormemente com a taxa de valorização da taxa de câmbio em 2006 (10,6%).

Se supusermos que existe repasse integral da valorização cambial é para os preços finais dos produtos importados, isto significaria barateamento de aproximadamente 10,6%, apenas em 2006. Supor que a indústria nacional conseguirá acompanhar estas quedas de preço por meio de redução de custos e mesmo com corte de margens é pouco provável.

Isto se deve em parte aos esforços de readequação que já foram empreendidos por diversos setores nos anos anteriores, de maneira que reduções de custos adicionais são mais difíceis. Outra questão é que em vários setores a concorrência predatória das importações vem

comprimindo ao limite as margens de lucro, portanto cortes suplementares nas margens são também pouco factíveis.

Sendo assim, devem ser reforçadas as advertências a cerca dos impactos decorrentes da valorização cambial, que são exacerbados pela elevada carga tributária vigente. A necessidade de implementação das reformas estruturais e de política econômica (especialmente no que diz respeito ao câmbio) fica cada vez mais explícita.

Resta saber qual será o impacto sobre a atividade produtiva se a trajetória do câmbio se mantiver: até a meados de julho/2007 a moeda brasileira já tinha se valorizado 14% sobre o valor médio de 2006.

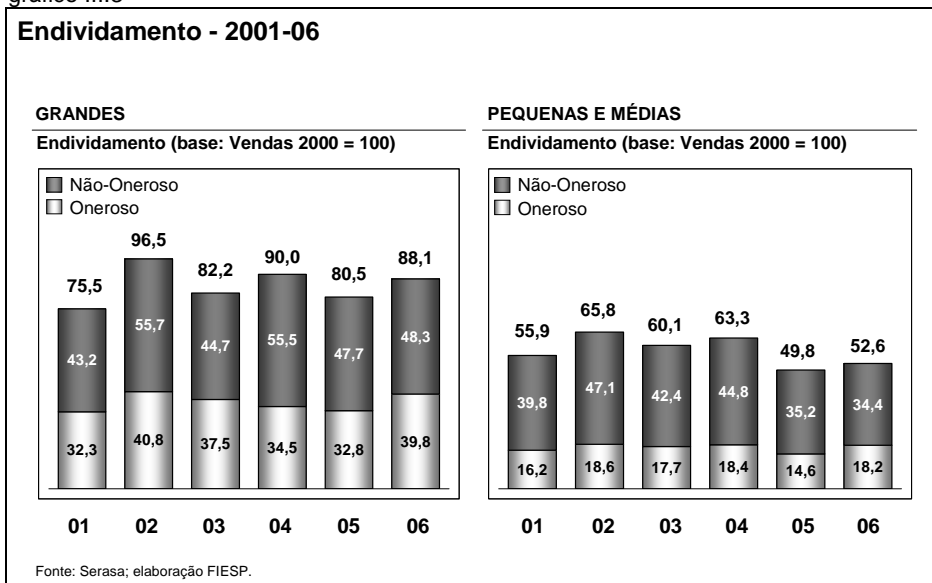
Em 2006, com a dificuldade para aumentar as vendas, a estratégia da indústria foi baseada na redução de custos.

III.2. Aproveitou a queda das taxas de juros para elevar o endividamento, mas de maneira cautelosa, devido ao impacto elevado das despesas financeiras

A redução das taxas de juros favoreceu o aumento do endividamento na indústria em 2006, particularmente do endividamento oneroso (ou seja, empréstimos e financiamentos tomados nos bancos).

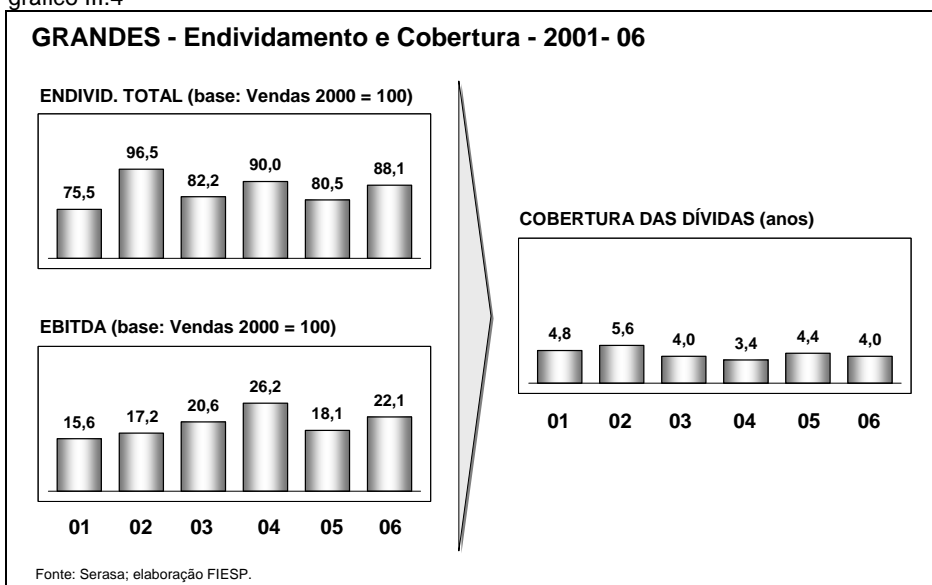
Nas GDEs, o endividamento total cresceu 9,5%, e nas PMEs, 5,5%, em ambos os casos devido principalmente ao aumento do endividamento oneroso, que cresceu 21,3% nas GDEs e 24,8% nas PMEs (gráfico III.3).

gráfico III.3



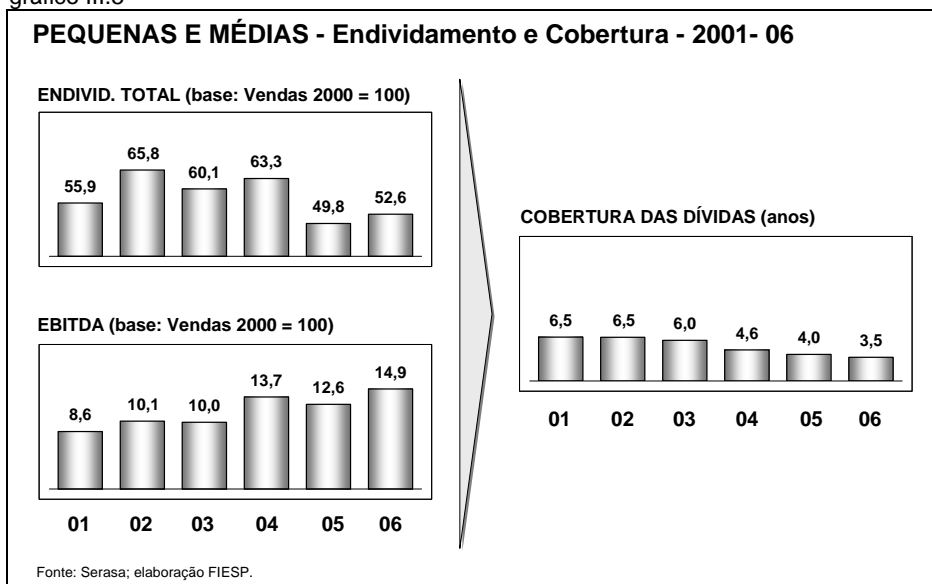
Note que em 2006 o crescimento do endividamento não implicou em aumento do índice de cobertura de dívidas (a quantidade de anos necessários para saldar as dívidas mantendo o EBITDA⁸ igual ao do ano analisado). Ao contrário, o índice de cobertura foi diminuído: nas GDEs caiu para 4,0 anos (figura III.4), e nas PME, para 3,5 anos (figura III.5).

gráfico III.4



⁸ 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.5



Esta redução do período de cobertura ocorreu porque o EBITDA cresceu (principalmente devido ao aumento do resultado da atividade), e porque o endividamento não-oneroso (como crédito de fornecedores) ficou praticamente igual ao de 2005.

O maior endividamento em valor absoluto, concentrado na modalidade oneroso, e com simultânea queda do índice de cobertura, mostra que as empresas procuraram se aproveitar da queda dos juros para obter mais recursos junto aos bancos, mas que apesar disso mantiveram postura cautelosa.

Um fator que, com certeza, influenciou a indústria a não elevar ainda mais seu endividamento em 2006 deve ter sido o elevado impacto das despesas financeiras nos seus resultados.

A indústria se endividou mais em 2006, mas de maneira responsável, sem comprometer a capacidade de pagamento e sem permitir aumento das despesas financeiras.

Corroborando esta opção cautelosa, notou-se que apesar do crescimento do endividamento, as despesas financeiras praticamente não variaram: no caso das GDEs, estas despesas aumentaram 3,0% em relação a 2005, e nas PME's houve queda de 0,3%.

Esse comportamento das despesas financeiras vis-à-vis o aumento do endividamento é reflexo do menor valor da Selic em 2006, comparativamente a 2005. Esta análise reforça a correlação já destacada anteriormente acerca do impacto da taxa de juros nos resultados empresariais e

recoloca a necessidade de acelerar a redução desta taxa a valores próximos aos praticados em nossos concorrentes internacionais.

Visto que o spread bancário tem atuado como um limitante para a queda da taxa de juros nas operações de crédito, é premente a adoção de medidas que resultem em redução do spread.

Note também que as empresas procuraram aumentar o endividamento, ainda que o investimento praticamente não tenha crescido (ver próximo tópico), e apesar do tímido aumento das vendas. Isso indica que a demanda por crédito se encontra reprimida na indústria brasileira, e que, com a redução dos juros, esta demanda cresce mais que proporcionalmente à elevação da atividade e do investimento.

O endividamento cresceu mesmo sem aumento do consistente do investimento e com pequeno crescimento das vendas, indicando demanda reprimida pelo crédito.

Isso, além do fato de o aumento das despesas financeiras ter sido bem inferior ao aumento do endividamento, reforçam a necessidade de redução mais acelerada da Selic, e de diminuição do spread bancário.

III.3. Não aumentou os investimentos de maneira consistente, mesmo com maior endividamento, queda dos juros e crescimento do PL

Em 2006 o PL da indústria cresceu, refletindo a estratégia dos sócios/acionistas das empresas, de reter os lucros gerados pelo negócio ou realizar aportes de recursos (por exemplo, novos ou antigos sócios incorporam capital próprio na empresa).

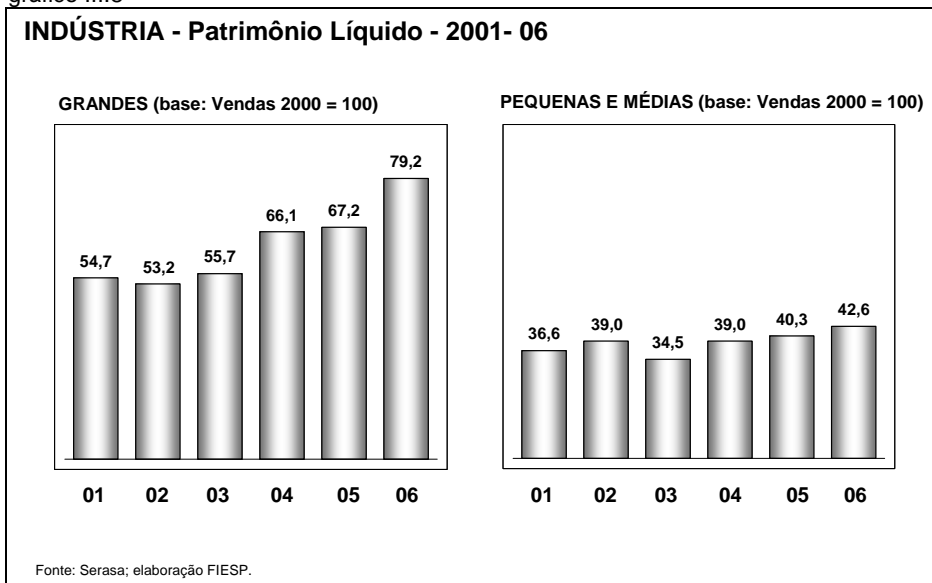
O fato a ser destacado é que, apesar deste aumento do PL, da redução da taxa de juros e do aumento do endividamento explicitado no item anterior, não houve elevação consistente do investimento na indústria.

Uma hipótese, a ser verificada ao longo de 2007, é que, não tendo havido condições adequadas para que o investimento crescesse já em 2006, as empresas tenham preferido provisionar os recursos adicionais do PL. Isto possibilitaria realizar investimentos, nos próximos períodos, tanto para atender o aumento da demanda como também para modernização produtiva devido ao recrudescimento das condições competitivas, decorrente da valorização cambial.

Aumento do PL

Nas GDEs o PL aumentou 18,0%, e nas PMEs, 5,9%. Em ambos os casos, o PL atingiu seu mais alto nível dentro do período analisado, e nas GDEs o PL cresceu mais rapidamente que nas PMEs.

gráfico III.8



Manutenção dos investimentos

Segundo indicam os dados, em 2006 a indústria manteve praticamente o mesmo nível de investimentos fixos do ano anterior (gráficos III.9 e III.10).

gráfico III.9

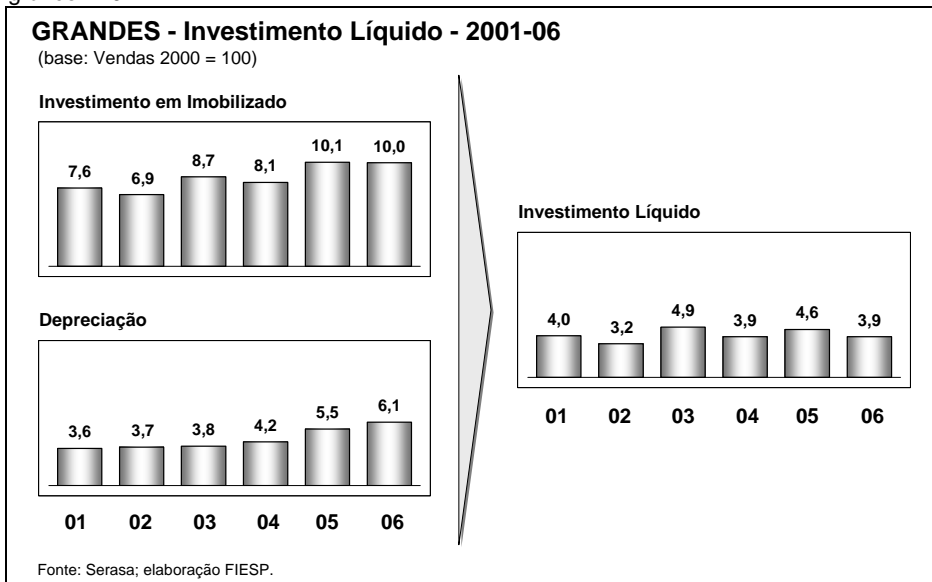
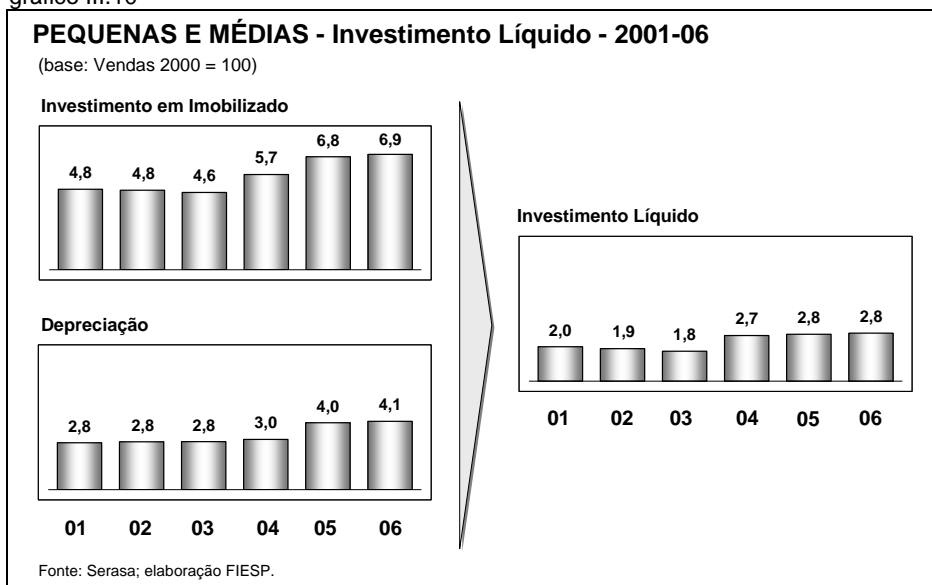


gráfico III.10



As PMEs mostraram uma ligeira elevação do investimento: 2,1%. Foi uma expansão menor que a de 2005 (18,8%).

O investimento das GDEs ficou praticamente estagnado (-0,3%), sendo que em 2005 o crescimento havia sido de 23,8%.

Outra observação com base nas informações contábeis das empresas é que, tendo em conta que em 2006 a depreciação aumentou nas GDEs (11,7%), percebe-se que houve ligeira redução nos investimentos líquidos (-14,3%). Trata-se de um dos efeitos do crescimento lento da economia: o investimento tem característica mais forte de modernização do que propriamente de expansão da capacidade.

Vale assinalar também que o investimento em 2006 ficou um pouco aquém da expansão das vendas nas GDEs: seu aumento de vendas foi de 1,1%. Nas PMEs o investimento e vendas cresceram à mesma taxa, 2,1%.

O motivo de não ter havido maior incremento dos investimentos em 2006 parece estar relacionado às deficiências existentes no ambiente sistêmico brasileiro. No Brasil as taxas de juros ainda são elevadas, o acesso ao crédito é limitado, a carga tributária é alta, onerando os bens de capital e também a produção, e a infra-estrutura é deficiente, entre outros pontos.

O efeito destes fatores é elevar o retorno mínimo necessário para amortização dos investimentos. Isto acaba reduzindo o nível do investimento, restringindo enormemente o crescimento e desenvolvimento da indústria.

Mas o fator negativo a ser ressaltado na atual conjuntura é a valorização cambial. Ela tem a característica de reduzir a atratividade do investimento produtivo, pois afeta a competitividade do produto nacional não só no exterior como internamente.

Por fim, a estagnação do investimento no agregado dos setores industriais é condizente com a fraca performance das vendas industriais e com as demais fragilidades sistêmicas presentes no Brasil.

Em função destes elementos, o investimento tem se concentrado em setores:

- Para os quais a conjuntura internacional é favorável, demandando volumes crescentes de produtos e aumentando os preços internacionais. É o caso dos setores produtores de commodities, em que o Brasil possui largas vantagens comparativas;
- Onde há expansão da demanda interna puxada pelo crescimento do crédito ao consumidor e da massa salarial.

Como condições favoráveis não são generalizadas entre os setores industriais, e o conjunto das atividades que atravessam fase de expansão não é capaz de dinamizar as demais existentes, o crescimento da indústria não pode ser disseminado em suas partes, o que resulta no relatado quadro de estagnação do investimento.

Lembremos que o ritmo de expansão do investimento industrial em 2006 não é condizente com a necessária elevação da taxa de investimento da economia. Isto é, a indústria deve elevar seus investimentos, aumentando sua contribuição ao crescimento do total de investimentos da economia. Para que isto ocorra, entretanto, é preciso melhorias no ambiente sistêmico brasileiro.

O investimento da indústria de transformação encontra-se praticamente estagnado. Admite-se que isto se deve às deficiências do ambiente sistêmico no Brasil, e principalmente à valorização cambial e à perda de competitividade por ela causada.

IV. Considerações finais

As informações contábeis da indústria em 2006 indicam resultados econômico-financeiros em geral melhores do que os de 2005, podendo ser considerados satisfatórios.

Entretanto, tendo em conta a conjuntura interna e externa favoráveis, o desempenho da indústria é mais tímido. Esta diferença se deve aos efeitos da valorização cambial, plenamente perceptíveis nos dados de comércio internacional. O nível de atividade da indústria foi prejudicado tanto pelas importações quanto pelas fracas exportações (se consideradas em moeda nacional).

Foi notável em 2006 a busca da indústria por melhoria da eficiência, de maneira a dirimir os efeitos da valorização cambial, como a perda de competitividade e baixa expansão das vendas. Resta saber se tal estratégia será suficiente para dar conta da valorização cambial que não pára de se acentuar – do câmbio médio de 2006 para o patamar de meados de julho/2007 existe uma valorização de aproximadamente 14%.

Um motivo de preocupação é que o nível de investimento industrial encontra-se praticamente estagnado, bem atrás do aumento do consumo e dos investimentos totais da economia. Isto pode ser atribuído, em boa medida, às condições do ambiente sistêmico hostis à atividade produtiva. Existe também a possibilidade, a ser verificada nos dados do próximo Painel, de que a indústria aumente o nível de investimentos em 2007, por exemplo para atender aumento na demanda ou modernizar o parque produtivo para melhor competir num contexto de valorização cambial exacerbada que favorece o consumo de importados e prejudica as exportações.

Diante disso, é necessário lembrar que é crucial ter uma taxa de câmbio que estimule a produção interna e favoreça o crescimento econômico. Enquanto isto não ocorre, a redução da carga tributária não pode ser adiada, prejudicial que é para a competitividade da economia nacional.

Também é muito importante que a redução da Selic seja acelerada e aprofundada, mas garantindo que o spread acompanhe esta proporção, de maneira que o custo do crédito se reduza. O esforço de redução da TJLP também deve ser mantido.

Finalmente, é imprescindível tratar de outras deficiências sistêmicas presentes no Brasil.

ANEXO**A.1. Indicadores contábeis**

GRANDES EMPRESAS	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06
EVOLUÇÃO DAS VENDAS (%) *	15,7	20,1	25,6	22,4	2,1	5,3
MARGEM EBITDA (%)	14,4	14,4	15,7	17,4	12,6	15,2
CUSTO INDUSTRIAL (Custo/Vendas)	71,3	71,0	71,0	70,5	75,6	72,7
DESPESA OPERACIONAL (Desp. Operac./Vendas)	17,7	17,6	16,2	14,7	14,6	16,3
DESPESA FINANCEIRA (Desp. Financ./Vendas)	10,3	16,1	5,6	4,6	5,3	5,4
RENTABILIDADE VENDAS (%)	28,7	29,0	29,0	29,5	24,4	27,3
RENTABILIDADE DO PL (%)	9,7	5,4	24,0	25,3	16,7	16,7
ENDIVIDAMENTO TOTAL (% do PL)	138,0	181,2	147,4	136,3	119,8	111,2
ENDIVIDAMENTO ONEROSO (% do PL)	59,1	76,6	67,2	52,3	48,8	50,2
COBERTURA DE DÍVIDAS (anos)	4,8	5,6	4,0	3,4	4,4	4,0
INVESTIMENTO IMOBILIZADO / VENDAS (%)	7,0	5,8	6,6	5,4	7,0	6,9

PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06
EVOLUÇÃO DAS VENDAS (%) *	14,5	14,9	19,8	22,1	4,5	6,3
MARGEM EBITDA (%)	8,0	8,9	8,4	10,1	9,5	11,0
CUSTO INDUSTRIAL (Custo/Vendas)	73,9	73,5	74,3	73,3	73,2	73,5
DESPESA OPERACIONAL (Desp. Operac./Vendas)	20,7	20,1	19,6	18,8	19,2	18,4
DESPESA FINANCEIRA (Desp. Financ./Vendas)	6,0	8,0	5,5	4,7	4,2	4,1
RENTABILIDADE VENDAS (%)	1,3	1,1	3,0	4,6	4,4	4,5
RENTABILIDADE DO PL (%)	3,8	3,2	10,3	16,0	14,5	14,3
ENDIVIDAMENTO TOTAL (% do PL)	152,7	168,6	174,3	162,3	123,8	123,4
ENDIVIDAMENTO ONEROSO (% do PL)	44,1	47,7	51,4	47,3	36,3	42,8
COBERTURA DE DÍVIDAS (anos)	6,5	6,5	6,0	4,6	4,0	3,5
INVESTIMENTO IMOBILIZADO / VENDAS (%)	4,5	4,2	3,9	4,2	5,1	5,1

* deflacionado pelo IPCA/IBGE.

A.2. Geração de Valor Econômico

GRANDES EMPRESAS	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06
ROI (Margem Operacional X Giro)	16,94%	20,08%	19,30%	20,07%	15,90%	16,14%
Lucro Oper/Receita Liq	15,34%	18,56%	15,91%	15,95%	13,16%	14,45%
Receita Liq/Ativo Op. Liq	1,10	1,08	1,21	1,26	1,21	1,12
CMPC (WACC)	-21,48%	-27,01%	-20,20%	-15,58%	-17,97%	-15,88%
Custo Capital Terceiros	-11,41%	-17,42%	-6,79%	-5,85%	-6,37%	-6,08%
Custo Capital Proprio	-10,07%	-9,59%	-13,41%	-9,73%	-11,60%	-9,80%
Geração de Valor Econômico / Ativo	-4,54%	-6,93%	-0,90%	4,50%	-2,07%	0,26%

PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06
ROI (Margem Operacional X Giro)	11,25%	13,95%	13,71%	12,90%	16,74%	16,07%
Lucro Oper/Receita Liq	7,04%	8,60%	8,12%	7,40%	8,22%	8,27%
Receita Liq/Ativo Op. Liq	1,60	1,62	1,69	1,74	2,04	1,94
CMPC (WACC)	-19,55%	-23,48%	-21,61%	-17,02%	-21,06%	-17,82%
Custo Capital Terceiros	-9,57%	-12,97%	-9,26%	-8,06%	-8,46%	-7,91%
Custo Capital Proprio	-9,97%	-10,50%	-12,35%	-8,96%	-12,60%	-9,91%
Geração de Valor Econômico / Ativo	-8,29%	-9,53%	-7,90%	-4,12%	-4,32%	-1,75%

A.3. Glossário

ROI

ROI: "Return on Investment". É calculado dividindo lucro operacional pelo ativo operacional líquido. Lucro operacional é vendas líquidas menos o total de custos industriais e despesas operacionais, menos outras receitas e equivalências patrimoniais, menos despesas financeiras.

Rentabilidade Patrimonial

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.

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: lucro operacional menos despesas e receitas não operacionais, menos impostos sobre lucro.

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