 **Texto**
para discussão

210

**As grandes empresas no
período recente:
mudanças relevantes**

**Julio Sergio Gomes de Almeida
Luis Fernando Novais**

Setembro 2012

Instituto de Economia
UNICAMP 

As grandes empresas no período recente: mudanças relevantes

Julio Sergio Gomes de Almeida
Luis Fernando Novais

Introdução

A preocupação com a situação financeira, a evolução da rentabilidade e o grau de endividamento das grandes empresas de capital aberto no Brasil faz sentido para avaliar o desempenho desse importante conjunto de companhias que operam no país frente ao contexto fraco crescimento econômico recente, especialmente a estagnação que se instalou na indústria brasileira no período recente. Além disso, outro fato que deve ser mencionado como elemento de interesse da pesquisa foram as dificuldades ocorridas no auge da crise global de 2008 para um conjunto de empresas que fez apostas especulativas no mercado de derivativos cambiais e, se não fossem socorridas pelo BNDES, teriam sucumbido. Hoje, praticamente essas operações estão extintas no mercado e as variações cambiais relevantes, como a que estamos assistindo com a desvalorização do real impactam de forma distinta com expansão das despesas financeiras líquidas, via dívida em moeda estrangeira.

O texto de discussão está dividido em cinco seções, além dessa introdução. A primeira refere-se à compilação e análise das informações anuais para o período entre 2007 e 2011. A seção seguinte trata do endividamento, da despesa financeira líquida e das margens líquidas de lucro. Segue-se um levantamento adicional realizado com informações sobre a distribuição do valor adicionado e do fluxo de investimentos em uma amostra de 82 companhias de capital aberto com expressiva representação nos ativos totais e nos setores econômicos. Os resultados do primeiro trimestre de 2012 estão tratados na quarta seção. E, na última seção, estão arroladas as observações finais.

Rentabilidade: global e setorial entre 2007 e 2011

A pesquisa selecionou 222 grandes empresas de capital aberto (137 da Indústria; 71 do setor de Serviços e 14 do Comércio), para análise dos dados de rentabilidade entre 2007 e 2011. As tendências da rentabilidade (lucro líquido/receita líquida) analisadas no Boletim de Economia n. 8 da Fundap (Fundação de Desenvolvimento Administrativo), com as informações relativas aos primeiros semestrais, mostraram alteração com a introdução, na base de dados, dos índices referentes ao segundo semestre do mesmo período. Em primeiro lugar, percebe-se que o pior momento das grandes empresas ocorreu no segundo semestre de 2008. O impacto sobre as dívidas em moeda estrangeira da desvalorização verificada no final de 2008 e as perdas com os derivativos cambiais das empresas, que apostavam na valorização do real para obter ganhos financeiros, fizeram com que a margem líquida se retraísse sobremaneira entre 2007 e 2008, especialmente nos agregados da indústria sem a Petrobras e a Vale do Rio Doce (ISPV) e dos serviços sem Energia Elétrica (SEEE): da faixa de 9,5% para o patamar de 3,0%, no período (ver Tabela 1). Nas informações semestrais, essa redução não se havia manifestado na mesma intensidade¹.

Nos segundos semestres de 2009 e, particularmente, de 2010, a melhora da atividade econômica estimulada pelos incentivos do governo e pela valorização do real fez ampliar a recuperação da rentabilidade, perspectiva que já se fazia notar nos primeiros seis meses daqueles anos. A menor margem do conjunto das empresas industriais (ISPV) no final de 2010 (8,8%) – abaixo do nível observado em 2007

(1) Ver Boletim de Economia Fundap n.8, disponível em http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_de_Economia_8_out2011_Completo.pdf.

(9,4%, o melhor ano do período), na comparação com a retomada do setor de serviços (SEEE) e da indústria como um todo (que inclui a Petrobras e a Vale do Rio Doce), cujas margens líquidas são maiores e se situaram acima da lucratividade verificada em 2007 – demonstra que o ambiente econômico no pós-crise de 2008 gerou vantagens às empresas que não sofriram concorrência dos bens importados e que tinham os preços fortemente influenciados pelas cotações das *commodities*, como a Vale do Rio Doce, por exemplo (ver Tabela 1).

Tabela 1
Margem Líquida e Lucro Operacional sobre a Receita Líquida (em %)

Macro setores	Lucro da Atividade sobre Receita Líquida					Variação em p.p.	
	2007	2008	2009	2010	2011	2010-2007	2011-2010
Comércio	7,1%	7,0%	6,1%	7,7%	5,5%	0,6%	-2,2%
Indústria	21,0%	21,1%	17,7%	21,0%	19,3%	0,0%	-1,8%
Indústria sem Petrobrás	20,8%	20,1%	13,7%	20,9%	19,8%	0,1%	-1,0%
Indústria sem Petro e Vale	14,4%	16,1%	11,2%	14,4%	11,7%	0,0%	-2,7%
Serviços	20,4%	18,2%	18,4%	20,0%	19,1%	-0,5%	-0,9%
Serviços sem Energia	16,2%	13,9%	14,9%	19,6%	17,4%	3,4%	-2,1%
Comercializáveis	21,1%	21,3%	17,6%	21,1%	19,6%	0,0%	-1,5%
Não Comercializáveis	17,9%	16,0%	16,2%	17,6%	15,4%	-0,3%	-2,3%
Total	20,1%	19,6%	17,1%	19,8%	18,0%	-0,3%	-1,8%

Macro setores	Margem Líquida sobre a Receita Líquida					Variação em p.p.	
	2007	2008	2009	2010	2011	2010-2007	2011-2010
Comércio	3,1%	3,2%	2,7%	3,4%	1,6%	0,2%	-1,7%
Indústria	13,6%	10,7%	12,4%	14,8%	12,4%	1,2%	-2,4%
Indústria sem Petrobrás	14,1%	8,0%	10,4%	14,0%	11,8%	-0,1%	-2,1%
Indústria sem Petro e Vale	9,4%	2,8%	8,6%	8,8%	5,5%	-0,6%	-3,3%
Serviços	12,0%	9,3%	11,1%	11,5%	10,4%	-0,5%	-1,1%
Serviços sem Energia	9,9%	3,5%	11,1%	12,1%	9,3%	2,2%	-2,8%
Comercializáveis	13,5%	10,7%	12,2%	14,7%	12,7%	1,2%	-2,0%
Não Comercializáveis	10,6%	8,3%	9,9%	10,5%	8,2%	-0,1%	-2,3%
Total	12,6%	10,0%	11,3%	13,1%	11,0%	0,5%	-2,2%

Fonte: Demonstração de Resultados de 222 empresas de capital aberto.

A despeito dessa menor rentabilidade da indústria *vis-à-vis* o setor de serviços, a conjuntura econômica favorável produziu para o *core* das companhias industriais (ISVP) uma recuperação da lucratividade operacional. Após ter-se reduzido em 3,2 pontos percentuais, a margem antes das despesas com juros, impostos, depreciação e amortizações voltou em 2010 para o mesmo patamar observado em 2007 (14,4%). Isso quer dizer que as grandes empresas industriais recuperaram, em função da extraordinária expansão da demanda doméstica, parte dos mercados que tinham perdido durante a crise². Como já salientamos no Boletim de Economia n. 8, pode-se levantar a hipótese de que o crescimento das importações de insumos e de bens finais naquele momento ainda se caracterizava por ser complementar à oferta interna, embora a possibilidade de um avanço mais forte da rentabilidade da indústria já estivesse restringida pelo crescimento do déficit comercial da indústria de transformação em 2010 (–US\$ 30,6 bilhões).

(2) Ou seja, em 2010, as indústrias conseguiram manter crescimento da receita líquida (28,5%) acima dos custos dos produtos vendidos (+26,4%), e usaram a alta das importações para compor um mix de receita – produção nacional e compras de matérias-primas do exterior – ainda favorável.

No caso das empresas de serviços (SEEE), houve elevação da margem operacional para 19,4% em 2010 (3,4 pontos percentuais acima do patamar de 2007), fato que refletiu o maior espaço desse setor para impor as suas margens no mercado interno, com altas de 32,0% da receita líquida e de 23,4% nos custos dos produtos vendidos. Dentre os macrossetores, o segmento de serviços (SEEE) foi o único a apresentar, no período de 2007 a 2010, taxa de expansão anual da receita líquida superior ao crescimento dos custos dos produtos vendidos (CPV) (20,6% contra 18,0%, ver Tabela 2).

Tabela 2
Indicadores econômicos: PIB, Produção industrial, Inflação, Juros reais e Balança Comercial

Período	PIB ¹	PIB - Indústria de transformação ¹	Formação Bruta de Capital fixo ¹	PIB - Serviços ¹	prod. física da ind. de transformação ¹	IPCA Serviços ¹	IPA indústria de transformação ¹
2007	6,1	5,6	13,9	6,1	6,0	5,0	4,6
2008	5,2	3,0	13,6	4,9	3,1	6,4	10,9
2009	-0,3	-8,7	-6,7	2,1	-9,5	6,4	-3,5
2010	7,5	10,1	21,3	5,5	10,3	7,6	7,4
2011	2,7	1,2	4,7	3,2	0,2	9,0	3,1
1º trimestre 2012	0,8	-2,6	2,1	1,6	-3,7	2,8	2,0

Período	IPA indústria de transformação ¹	Selic real final de período (deflacionada pelo IPCA)	taxa de câmbio (final de período)	taxa de câmbio (média do período)	Exportações em US bilhões da indústria de transformação	Importações em US bilhões da indústria de transformação	Saldo comercial em US bilhões da indústria de transformação
2007	4,6	6,5	1,77	1,93	122,5	100,8	21,7
2008	10,9	7,4	2,34	1,83	141,5	144,1	-2,6
2009	-3,5	4,3	1,74	1,99	106,5	110,7	-4,2
2010	7,4	4,6	1,66	1,75	129,3	159,9	-30,6
2011	3,1	4,2	1,87	1,67	153,9	197,5	-43,6
1º trimestre 2012	2,0	4,3	1,88	1,76	-	-	-

Fonte: IBGE, Ipeadata, Banco Central do Brasil, Funcex. 1 - Variação em relação ao ano anterior.

Esse cenário se agravou em 2011, e a queda da rentabilidade se espalhou por todos os macrossetores da economia, como veremos a seguir. O contexto econômico nacional e internacional alterou-se em 2011, o que afetou a rentabilidade das grandes empresas não financeiras, no país. A crise soberana das dívidas dos países da zona do euro agravou-se rapidamente. Espanha e Itália passaram a sofrer pressões no refinanciamento das suas dívidas públicas, e o impasse entre a postura da Alemanha (compromisso de ajuste fiscal extremo para liberar ajuda financeira) e a necessidade de encontrar solução para o imbróglio político da região, envolta por eminente crise bancária, ainda não sofreu mudança relevante até meados de 2012.

Do lado doméstico, a política econômica brasileira foi pega no contrapé quando o cenário externo se deteriorou. Ela havia reagido, no primeiro semestre de 2011, ao segundo ciclo de elevação dos preços das *commodities*, com alta da taxa básica de juros para conter a aceleração da inflação. Todavia, no início do segundo semestre, a crise na zona do euro se aprofundou e houve uma freada brusca da atividade econômica e o aumento do pessimismo, especialmente entre os empresários industriais, fatos que demonstraram que a situação doméstica estava mais grave do que se imaginava. A economia passou a viver uma conjuntura de retração continuada da atividade industrial, de desaceleração das vendas no comércio varejista, de alta da inadimplência do consumidor, de maior endividamento das famílias e de dificuldades do governo federal em elevar o investimento em infraestrutura.

Ao final de 2011, o PIB cresceu apenas 2,7%, com forte desaceleração da taxa de expansão da indústria de transformação (de 10,1% em 2010 para 1,2% em 2011) e da formação bruta de capital fixo (de 21,3% para 4,7%). A produção física da indústria, segundo a PIM-PF, permaneceu estagnada (0,2%) e houve expressiva desaceleração dos preços industriais (IPA – Indústria de transformação), cuja variação passou de 7,4% para 3,1%, nesse período. O déficit da balança comercial da indústria, por sua vez, subiu para o montante de US\$ 43,6 bilhões em 2011 (ver Tabela 3).

Tabela 3
 Receita Líquida, Custo dos Produtos Vendidos (CPV) e Lucro Operacional (em R\$ bilhões)

Macro Setores	Receita Líquida						
	2007	2008	2009	2010	2011	Cresc. %	Var. %
						anual	
						2007 -2010	2010-2011
Comércio	38,2	46,2	54,7	71,9	101,4	23,5%	41,1%
Indústria	467,4	584,9	509,6	654,2	750,8	11,9%	14,8%
Indústria sem Petrobrás	296,9	369,7	326,9	440,9	506,6	14,1%	14,9%
Indústria sem Petro e Vale	232,1	299,2	278,4	357,7	403,4	15,5%	12,8%
Serviços	164,2	195,2	205,0	255,0	280,8	15,8%	10,1%
Serviços sem Energia	77,2	93,2	102,7	135,6	149,9	20,6%	10,6%
Comercializáveis	454,8	564,2	481,4	611,6	702,5	10,4%	14,9%
Não Comercializáveis	215,0	262,1	288,0	369,5	430,5	19,8%	16,5%
Total	669,8	826,3	769,4	981,1	1133,0	13,6%	15,5%

Macro Setores	CPV						
	2007	2008	2009	2010	2011	Cresc. %	Var. %
						anual	
						2007 -2010	2010-2011
Comércio	26,7	32,7	39,8	52,3	72,8	25,2%	39,1%
Indústria	296,6	383,7	341,0	428,0	508,3	13,0%	18,8%
Indústria sem Petrobrás	192,2	242,1	232,0	292,0	341,4	15,0%	16,9%
Indústria sem Petro e Vale	162,1	209,9	204,3	258,2	300,9	16,8%	16,5%
Serviços	92,6	112,4	116,5	142,0	158,3	15,3%	11,5%
Serviços sem Energia	47,1	57,2	62,7	77,4	87,5	18,0%	13,1%
Comercializáveis	289,8	371,9	323,9	401,3	476,4	11,5%	18,7%
Não Comercializáveis	126,1	156,8	173,4	221,0	263,0	20,6%	19,0%
Total	415,9	528,8	497,3	622,3	739,3	14,4%	18,8%

Macro Setores	Lucro Operacional						
	2007	2008	2009	2010	2011	Cresc. %	Var. %
						anual	
						2007 -2010	2010-2011
Comércio	2,7	3,3	3,4	5,5	5,6	20,0%	1,3%
Indústria	98,1	123,2	90,2	137,6	144,6	10,2%	5,1%
Indústria sem Petrobrás	61,8	74,3	44,7	92,0	100,4	12,9%	9,1%
Indústria sem Petro e Vale	33,4	48,1	31,3	51,6	47,3	9,1%	-8,3%
Serviços	33,5	35,4	37,8	50,9	53,6	12,4%	5,3%
Serviços sem Energia	12,5	13,0	15,3	26,5	26,1	20,2%	-1,5%
Comercializáveis	95,9	120,1	84,7	128,9	137,7	9,5%	6,8%
Não Comercializáveis	38,5	41,8	46,6	65,1	66,1	14,5%	1,5%
Total	134,3	161,9	131,4	194,0	203,8	11,0%	5,0%

Fonte: Demonstração de Resultados de 222 empresas de capital aberto.

As empresas brasileiras sofreram o impacto dessa conjuntura adversa com o agravante de que no final do ano o real tinha-se desvalorizado (R\$ 1,87 em 2011 contra 1,66% de 2010 – final de período), o que determinou expressivo crescimento da despesa financeira líquida. Além disso, a taxa de câmbio mais competitiva ainda não se tinha consolidado, permitindo que se iniciasse a reversão das importações substitutivas da produção nacional; e, dado o contexto da crise da zona do euro e a desaceleração dos principais países avançados e emergentes, a demanda externa permaneceu em queda.

Os dados contábeis das empresas permitem identificar alguns fatores gerais que contribuíram para as menores margens de lucro operacional e líquida. Primeiramente, cabe menção ao fato de que as receitas líquidas não denotaram sinais de redução ao longo do período 2007-2011, especialmente em 2011. Para o conjunto de empresas, em valores nominais, as receitas líquidas tiveram aumento médio de 13,6% ao ano entre 2007 e 2010 e de 15,5% em 2011. Menor desempenho das vendas, portanto, não parece ter sido a causa geral de mais baixas margens de lucro (ver Tabela 2).

Essa conclusão vale para os setores de comércio e indústria, mas não é verdadeira para os segmentos como os de indústria sem Petrobras e Vale (ISVP) e serviços sem empresas de energia elétrica (SEEE). Nesses últimos casos, o crescimento da receita líquida em 2011 foi significativamente menor relativamente à média verificada nos anos anteriores: 12,8%, contra 15,5% no caso das ISVS e 10,6%, contra 20,6% no caso dos SEEE. Como vimos acima, a baixa evolução da economia e muito especialmente da indústria em 2011 certamente responde por esses resultados, e a concorrência do produto importado poder ter sido outro fator que determinou a menor evolução das vendas.

O segundo fator a ser levado em conta diz respeito aos custos básicos de produção (custo dos produtos vendidos). Os dados contábeis não permitem desagregação maior, mas é patente que em seu conjunto os custos básicos das grandes empresas tiveram evolução mais acelerada em 2011. Na média das empresas, tal evolução chegou a 18,8% naquele ano, superando em muito o aumento médio verificado no período 2007/2010 que também foi muito expressivo: 14,4%. Cabe notar que ambas as taxas de variação superam às referentes ao aumento da receita líquida em períodos comparáveis, o que significa dizer que não é de hoje que os custos vêm pressionando a rentabilidade das grandes empresas brasileiras, muito embora em 2011 essa pressão tenha sido aprofundada.

Do ponto de vista dos macrossetores, cabe atentar para os dados relativos à indústria em seus vários segmentos. Para o conjunto das empresas desse setor, a aceleração dos custos é patente, de forma que o crescimento nominal do CPV em 2011 foi verdadeiramente expressivo: 18,8%, afetando mesmo os gigantes Petrobras e Vale. Com isso, o descompasso entre a evolução de custos e da receita líquida aprofundou-se sobremaneira. A observação adicional refere-se às empresas da indústria sem Petrobras e Vale (ISVP), em que a evolução do CPV não se ampliou em 2011, ficando em 16,5%, percentual próximo dos 16,8% da média observada em 2007-2010. Mas, como já foi visto, a receita líquida cresceu bem menos em 2011 para esse grupo (12,8%), fazendo com que se abrisse um diferencial muito acentuado de aumentos relativos, da receita, de um lado, e dos custos, de outro. Como também já foi observado, não é possível desagregar os dados de custo, de modo que se torna impossível identificar, nos dados contábeis, quais foram os fatores que vêm causando aumento nos custos básicos.

O balanço entre os movimentos de receita e custo básico leva ao resultado operacional das empresas. O valor do lucro operacional das companhias continuou evoluindo em 2011 para o conjunto das empresas, mas a uma taxa bem menor do que a verificada anteriormente. Na média dos dados levantados para o período de 2007 a 2010, o crescimento chegava a 11,0% ao ano, caindo para 5,0% em 2011. A queda foi muito acentuada entre as empresas do comércio (de 20% para 1,3%), e o lucro operacional chegou a retroceder entre as empresas da indústria (ISVP, crescimento médio de 9,1% entre 2007 e 2010

e declínio de 8,3% em 2011), assim como entre as empresas de serviços (SEEE) (+20,2% e -1,5%, respectivamente).

Esse quadro de menor expansão do volume de lucro operacional evidencia um problema a ser enfrentado pelas empresas, especialmente pelas industriais, qual seja: a alta contínua dos custos de produção, especialmente aquelas despesas que as empresas não tem controle. As causas desse processo são variadas e dizem respeito a um conjunto de fatores mitigadores da produtividade da indústria, processo que também começou a ser sentido no setor de serviços (SEEE). Alguns indicadores externos às empresas ajudam a entender esse movimento, tais como: (i) medidos em dólar, o valor unitário do fator trabalho tem crescido bastante nos últimos anos, aumentando o seu peso na composição dos custos; (ii) a tarifa industrial de energia elétrica subiu acima da inflação, especialmente a partir de 2009; (iii) a despesa de logística no Brasil atingiu 10,0% do PIB em 2010, enquanto que, por exemplo, nos Estados Unidos, esse valor foi de aproximadamente 7,6% (adicionada à elevada carga tributária, estas despesas refletem o alto custo Brasil imposto às empresas que operam no país); (iv) a maior penetração de matéria-prima importada, cujo preço em alguns casos é inferior ao similar brasileiro (como, por exemplo, no caso da chapa de aço), não impediu, nos últimos anos, as altas nas cotações, em função da dinâmica dos mercados de *commodities* globais³.

Além desses fatores que pesam sobre os custos, a concorrência com os bens importados reduziu a capacidade de a indústria brasileira ampliar as receitas nos seus negócios. As empresas incorporaram matéria-prima importada como forma de se defender da menor rentabilidade das exportações nos últimos anos e, agora, sofrem com o crescimento dos preços internacionais de insumos básicos (minério de ferro, por exemplo). Concomitantemente a esse processo, o *market share* das companhias no mercado doméstico, isto é, o *quantum* de produção local, permaneceu pressionado pela maior penetração de importações, inclusive de bens de consumo finais, no contexto de elevação da capacidade ociosa da indústria global no quadro de estagnação dos países desenvolvidos e de recessão em importantes economias da zona do euro.

Endividamento, despesas financeiras líquidas e margens líquidas

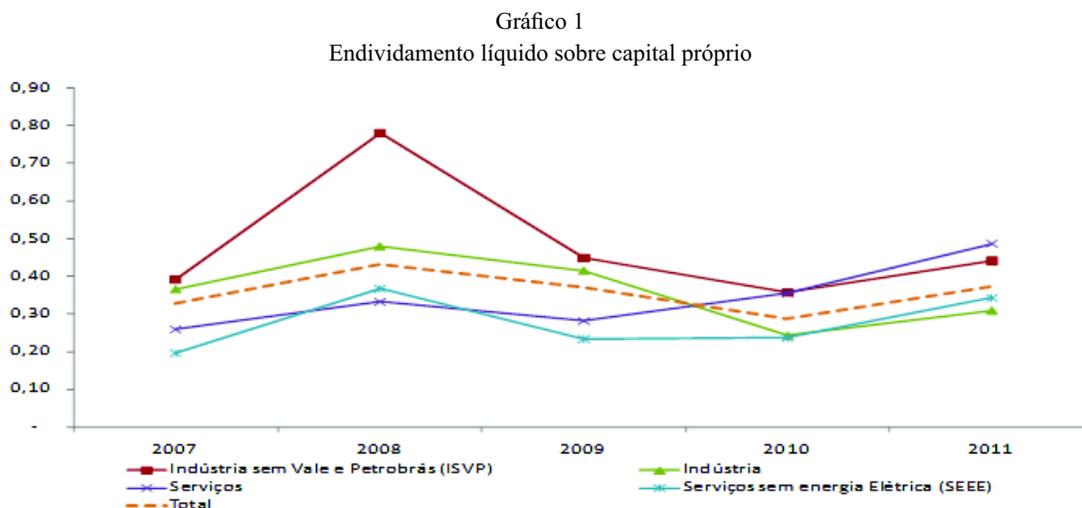
Importantes definidores da capacidade de crescer das empresas e de gerar lucro líquido são o grau de endividamento e o volume de despesa financeira líquida em cada período. O Gráfico 1 mostra a evolução do indicador de endividamento líquido sobre o capital próprio⁴. De modo geral, em todos os macrosetores houve elevação do endividamento líquido entre 2007 e 2008, refletindo em parte a expressiva alta dos investimentos que na época estavam na fase ascendente do ciclo. Todavia, percebe-se que, para o *core* do setor industrial (ISVP), esse aumento foi muito forte no período, no qual o indicador dobrou de 0,39 para 0,78. De fato, a elevada alavancagem especulativa ocorrida em um importante número de empresas industriais gerou endividamento adicional no momento em que o real se desvalorizou no último trimestre de 2008.

No período posterior até 2010, o processo de “limpeza” dos passivos, especialmente do conjunto ISVP, e a maior aversão ao risco das companhias proporcionaram um movimento de queda do endividamento em todos os macrosetores. Em termos absolutos, a dívida total das companhias atingiu R\$ 481 bilhões em 2010, sendo que na Petrobras e no conjunto de empresas de serviços ocorreu elevação nos montantes de financiamento. Já nas empresas industriais (ISVP), o volume de endividamento alcançou

(3) Artigo publicado no *Valor Econômico* de 19/3/2012 – “Importação vira defesa contra alta dos custos” – traça um panorama sobre o tema do crescimento dos custos industriais no Brasil

(4) O endividamento líquido sobre o capital próprio refere-se ao financiamento de curto e longo prazos e debêntures (menos) o disponível sobre o patrimônio líquido. Esse indicador avalia o grau de endividamento que gera ônus às empresas, na medida em que considera como dívida os empréstimos e financiamentos bancários e as debêntures. Também considera as disponibilidades e as aplicações financeiras, as quais são deduzidas da dívida onerosa.

R\$ 148,7 bilhões com redução de R\$ 27,1 bilhões entre 2008 e 2010 (ver Tabela 1A, no Apêndice 1 ao final deste artigo). No período, a participação do endividamento de curto prazo diminuiu à medida que o crescimento das dívidas com prazos mais longos ficava maior (20,4% contra 16,5%, ver Tabela 2A, no Apêndice 1 ao final deste artigo).



Fonte: Balanços patrimoniais de 222 empresas de capital aberto.

Após esses anos de contração do endividamento, todos os setores voltaram a assumir dívidas, as quais, ao final de 2011, atingiram a cifra de R\$ 607,4 bilhões. O indicador de endividamento líquido sobre o capital próprio cresceu e alcançou o índice de 0,37 (mesmo patamar de 2009). O investimento em capital fixo atingiu expansão real na faixa de 20,0% ao longo de 2010 e permaneceu até o primeiro semestre de 2011, segundo o IBGE, com variação real em torno de 8,0%. Ou seja, as empresas estavam se posicionando financeiramente para um novo ciclo de imobilização de capitais, abortado, agora, pelo agravamento da crise da zona do euro e pelo enfraquecimento das demandas interna e externa. É sabido que o mercado de capitais e o sistema voluntário de crédito no Brasil ainda não são alternativas de financiamento de longo prazo, fato que sobrecarrega o sistema público, especialmente o BNDES⁵. A composição das dívidas empresariais piorou em 2011: o volume de empréstimos de curto prazo cresceu 29,9% em relação a 2010, enquanto que o financiamento de longo prazo se expandiu menos (25,3%) para o conjunto das empresas.

O quadro de elevação do endividamento atingiu as grandes empresas em um momento de fragilidade. Do lado dos negócios, a geração de caixa ficou comprometida com a queda das margens operacionais de lucro, e as decisões de investimento produtivo se retraíram ao longo de 2011. Por outro lado, o real se desvalorizou. A cotação do dólar passou de R\$ 1,67, em fins de 2010, para R\$ 1,88, em fins de 2011, uma variação de 12,6%. O efeito líquido no fluxo de compromisso financeiros das grandes empresas foi a explosão das despesas financeiras líquidas.

(5) Uma consequência desse arranjo é o estímulo para que as grandes empresas de capital aberto busquem financiamento em moeda estrangeira. Artigo publicado na série Estudos Fundap n. 3 (dezembro de 2011) mostra os resultados de estudo sobre o endividamento das empresas não financeiras no Brasil. Verificou-se que houve elevação da proporção da dívida em moeda estrangeira em relação ao total do endividamento (no acumulado até o terceiro trimestre de 2011, essa proporção alcançou 41,4%). Conclui-se que esse movimento foi equilibrado e com alguma cautela por parte das empresas em relação à exposição ao risco cambial.

Tabela 4
Despesa Financeira Líquida e Lucro Líquido (em R\$ bilhões)

Macro Setores	Despesa Financeira Líquida						
	2007	2008	2009	2010	2011	Cresc. % anual	Var. %
						2007 -2010	2010-2011
Comércio	1,0	1,2	1,5	2,4	4,9	23,4%	100,9%
Indústria	0,3	37,3	-1,8	9,6	45,0	134,4%	371,2%
Indústria sem Petrobrás	-0,5	36,6	-4,2	12,1	39,7	-	227,4%
Indústria sem Petro e Vale	-0,2	32,8	-2,2	9,4	30,1	-	221,3%
Serviços	5,5	5,9	4,6	7,1	21,7	6,6%	204,9%
Serviços sem Energia	2,0	6,8	-0,6	3,2	12,4	12,8%	288,1%
Comercializáveis	0,5	37,3	-1,9	9,5	42,7	107,1%	347,8%
Não Comercializáveis	6,3	7,0	6,2	9,6	28,9	10,8%	202,4%
Total	6,9	44,3	4,3	19,1	71,6	29,2%	274,9%

Macro Setores	Lucro Líquido						
	2007	2008	2009	2010	2011	Cresc. % anual	Var. %
						2007 -2010	2010-2011
Comércio	1,20	1,46	1,50	2,41	1,67	19,1%	-31,0%
Indústria	63,34	62,68	63,04	96,77	93,29	11,2%	-3,6%
Indústria sem Petrobrás	41,83	29,69	34,05	61,58	59,98	10,2%	-2,6%
Indústria sem Petro e Vale	21,82	8,41	23,81	31,51	22,17	9,6%	-29,7%
Serviços	19,75	18,10	22,68	29,45	29,22	10,5%	-0,8%
Serviços sem Energia	7,66	3,24	11,38	16,38	13,96	20,9%	-14,8%
Comercializáveis	61,51	60,51	58,74	90,02	89,02	10,0%	-1,1%
Não Comercializáveis	22,78	21,72	28,49	38,61	35,17	14,1%	-8,9%
Total	84,29	82,24	87,22	128,63	124,18	11,1%	-3,5%

Fonte: Demonstração de Resultados de 222 empresas de capital aberto.

Os valores correspondentes às despesas financeiras líquidas aumentaram fortemente ao longo do ano passado: 274,9% para o conjunto das grandes empresas não financeiras, atingindo o montante de R\$ 71,6 bilhões em 2011, patamar superior ao observado em 2008. Por isso, as despesas financeiras líquidas, que representavam 1,9% da receita líquida em 2010, passaram a representar 6,3% em 2011 (ver Tabelas 5 e 6). Cabe destacar que as companhias industriais e as empresas de serviços (SEEE) apresentaram fluxo de receitas financeiras líquidas, em 2009, influenciado pelos ganhos financeiros (variação monetária positiva) obtidos com a valorização de 25,0% do real entre 2008 e 2009 (final de período). Em todos os macrossetores, esse movimento mudou de direção nos anos seguintes. No caso das empresas industriais excluídas a Petrobras e a Vale do Rio Doce (ISVP), isso significou uma alta de 221,3% na despesa financeira líquida em 2011 e um acréscimo de R\$ 32,2 bilhões nas despesas com juros e amortizações.

No fechamento dos balanços em dezembro de 2011, o lucro líquido apurado para o conjunto das 222 empresas consideradas na pesquisa diminuiu 3,5% em relação a 2010. Todavia, essa queda relativamente baixa deveu-se exclusivamente ao crescimento do lucro líquido da Vale do Rio Doce (+R\$ 7,0 bilhões entre 2010 e 2011). Se for excluído esse valor do total das empresas, a queda do lucro líquido teria sido de R\$ 11,5 bilhões (-11,4%), mais condizente com a elevação das despesas financeiras líquidas. As empresas do comércio tiveram a maior redução relativa do lucro líquido (-31,0%), seguidas das empresas da indústria (ISVP, -29,7%) e das empresas de serviços (SEEE, -14,8%). Em termos dos valores, a dimi-

nuição do lucro líquido foi de R\$ 9,6 bilhões na indústria (ISVP), de R\$ 2,4 bilhões nos serviços (SEEE) e de R\$ 0,7 bilhão no comércio (ver Tabela 4).

Tabela 5
Despesa Financeira Líquida sobre a Receita Líquida

Setor	Despesa Financeira Líquida sobre Receita Líquida				
	2007	2008	2009	2010	2011
Comércio	2,7%	2,5%	2,7%	3,4%	4,8%
Indústria	0,1%	6,4%	-0,4%	1,5%	6,0%
Indústria sem Petrobrás	-0,2%	9,9%	-1,3%	2,7%	7,8%
Indústria sem Petro e Vale	-0,1%	11,0%	-0,8%	2,6%	7,5%
Serviços	3,3%	3,0%	2,3%	2,8%	7,7%
Serviços sem Energia	2,6%	7,3%	-0,6%	2,4%	8,3%
Comercializáveis	0,1%	6,6%	-0,4%	1,6%	6,1%
Não Comercializáveis	2,9%	2,7%	2,2%	2,6%	6,7%
Total	1,0%	5,4%	0,6%	1,9%	6,3%

Fonte: Demonstração de Resultados de 222 empresas de capital aberto.

Demanda interna em desaceleração, exportações sem espaço para crescer, aumento das importações e pressões nos custos diretos da produção e nas despesas financeiras definiram o ambiente de deterioração das margens líquidas de lucro. Nesse contexto, nota-se que, em 2011, para o conjunto das companhias de capital aberto da amostra, a relação entre o lucro líquido e a receita líquida (margem líquida de lucro) foi a mais baixa desde 2007, excetuando-se o ano de 2008, no qual o efeito da crise mundial deflagrada em setembro daquele ano afetou de forma aguda a rentabilidade empresarial. A margem de lucro em 2011 chegou a 11,0%, contra o nível de 13,1% apurado no ano anterior (ver Tabela 1).

Os dados apresentados correspondem ao conjunto de empresas. Se desagregarmos as informações segundo os macrossetores, tornam-se mais claras as tendências vigentes. As empresas do comércio tiveram suas margens líquidas de rentabilidade bastante reduzidas em 2011. Com margens mais baixas, típicas do negócio, as empresas comerciais viram sua rentabilidade com relação à receita líquida cair de um padrão superior a 3,0% (3,4% em 2010) para 1,6% em 2011. O mesmo pode ser dito sobre as empresas de serviços (SEEE), nas quais a relação lucro líquido/receita líquida recuou de 12,1% para 9,3%, durante os dois últimos anos do período.

Na indústria, as margens diminuíram significativamente em todos os agregados; mas se for considerado o segmento de empresas industriais excluindo-se os gigantes Petrobras e Vale (ISVP), a queda se mostra ainda mais significativa. Nesse caso, a relação lucro líquido/receita líquida retrocedeu de 8,8% para 5,5% entre 2010 e 2011. Nos demais agregados (“Indústria” e “Indústria sem Petrobras”) as margens também cederam, porém menos, e as margens do último período não resultaram tão baixas quanto no caso das empresas do conjunto IVSP (12,4% no primeiro caso e 11,8% no segundo).

Considerando o conjunto de empresas industriais (ISVP), é plausível indagar se as menores margens referentes a 2011 não fazem parte de um processo iniciado anteriormente, no qual, gradativamente, as margens de lucro vêm-se retraindo. Assim, se for excluído o ano crítico de 2008, as empresas industriais vêm reduzindo sistematicamente a relação lucro líquido/receita líquida. Certamente, não há um único determinante para esse percurso, como vimos no item anterior, mas em qualquer hipótese a concorrência do produto importado, que a valorização da moeda nacional favoreceu por um longo período, é um dos mais destacados fatores.

A dimensão setorial da rentabilidade das grandes empresas de capital aberto pode ser medida através das Tabelas 3 e 4 do anexo. Entre 2007 e 2010, 13 dos 22 setores da indústria acompanhados pela pesquisa apresentaram tendência de elevação da margem líquida de lucro. Desse conjunto, destacam-se os seguintes setores: Bebidas (de 15,2% para 28,1%); Material de Transporte (de 6,2% para 11,9%); Material de Construção (de 0,5% para 10,6%); Embalagens (de 1,7% para 9,4%). Em nove segmentos, a rentabilidade líquida diminuiu no período, sendo que as maiores quedas ocorreram nos seguintes setores: Papel e Celulose (de 21,6% para 12,9%); Siderurgia (de 14,2% para 8,6%); Máquinas e Equipamentos (de 11,1% para 8,9%); e Agronegócio (de 10,7% para 2,8%).

O resultado de 2011 mostrou que o movimento de retração nas margens líquidas de lucro se espalhou, e que o número de segmentos com queda na lucratividade entre 2010 e 2011 cresceu para 16, com destaques para: Papel e Celulose (de 12,9% para -4,3%); Química (de 6,2% para -1,2%); Máquinas e Equipamentos (de 8,9% para 5,9%); Material Aeronáutico (de 6,1% para 1,6%); Têxtil, Couro e Vestuários (5,4% para 0,4%). Nos macrossetores do comércio e de serviços, também se percebem as mesmas tendências: no primeiro caso, em todos os quatro setores a margem líquida diminuiu entre 2010 e 2011; no segundo, dos 17 setores acompanhados nos serviços, 12 tiveram redução na rentabilidade, sendo que a maior queda aconteceu no Transporte Aéreo (de 4,6% para -5,3%).

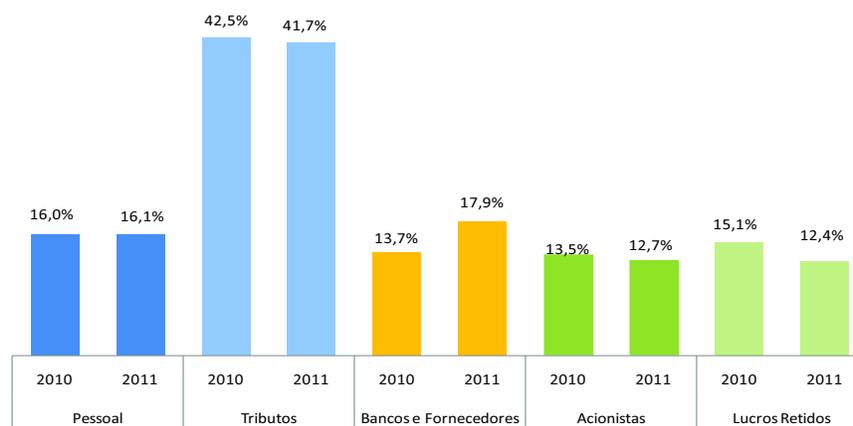
Distribuição do Valor Adicionado e Investimentos

A partir de 2010, um maior número de empresas passou a divulgar nos seus balanços um importante conjunto de informações complementares às Demonstrações de Resultados (DRE), qual seja, a Demonstração do Valor Adicionado (DVA). Conceitualmente, essa demonstração é um relatório contábil que objetiva mostrar o valor da riqueza gerada pela empresa e a sua distribuição pelos fatores que contribuíram para essa geração. Por meio dela, torna-se possível ver como as companhias remuneraram os fatores (salários, juros, aluguéis, impostos e lucros), que constituem a renda em poder da sociedade, que volta às empresas pela aquisição de produtos e serviços ou pelos novos financiamentos, dentro do ciclo econômico. Em suma, enquanto a DRE trata juros, salários, impostos, dentre outras despesas, como custos redutores do lucro, o DVA vê esses itens como a forma pela qual os beneficiários da riqueza recebem a sua parcela. Em outras palavras, o DVA procura evidenciar como os esforços de uma empresa são divididos entre o Estado, os empregados, os financiadores de capital e o reinvestimento ⁶.

Com o objetivo de avaliar esse conjunto de informações do DVA, para o período 2010/2011, a pesquisa fez um levantamento adicional de 82 grandes empresas com boa representatividade setorial nos ativos totais do conjunto das 222 companhias de capital aberto (ver lista de empresas no Apêndice 2). O Gráfico 2 mostra que, entre 2010 e 2011, a participação dos provedores de capital (Fornecedores e Bancos) na riqueza gerada pelas empresas subiu para 17,9% do total do valor adicionado (alta de 4,2 pontos percentuais em relação a 2010), reflexo em parte da elevação do endividamento no período. Três outros fatores diminuíram de peso no valor adicionado: -3,3 pontos percentuais (lucros retidos); acionistas (-0,8 ponto percentual) e tributos (-0,8 ponto percentual). A participação dos salários permaneceu no mesmo patamar, ou seja, na faixa de 16,0% do total do valor adicionado (ver Gráfico 2).

(6) Cf. Santos, A. dos; Ribeiro, M.; Cunha, J. A. A Demonstração do Valor Adicionado como Instrumento da Mensuração da Riqueza. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, n. 37, p. 7-23, jan./abr. 2005.

Gráfico 2
Distribuição do Valor Adicionado - Total das empresas (82)



Fonte: Balanço patrimonial de 222 empresas de capital aberto.

O padrão setorial de distribuição do valor adicionado se diferencia na comparação dos macrosetores. No *core* da indústria (ISVP), a participação de pessoal é maior (na faixa de 29,0%) e cresceu entre 2010 e 2011 (+1,0 ponto percentual). Já os tributos, a distribuição de dividendos e os lucros retidos apresentaram um peso abaixo da média na amostra de empresas. No setor de serviços, ao contrário, é o pagamento de impostos que tem maior participação no valor adicionado (na faixa de 50%), e o pessoal pesa menos (14,0%). No comércio, o padrão é de elevada participação dos salários e banco e fornecedores (ver Tabela 6).

Tabela 6
Distribuição do Valor adicionado por Macro setores

Macro setores	Nº de empresas	Pessoal		Tributos		Bancos e Fornecedores		Acionistas		Lucros Retidos	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Comércio	7	28,1%	35,0%	32,7%	26,7%	28,2%	29,7%	7,3%	5,9%	3,8%	2,7%
Indústria	43	16,4%	16,1%	39,4%	38,1%	11,3%	16,0%	16,6%	15,3%	17,6%	15,8%
Indústria sem Petrobrás	42	19,9%	19,6%	26,8%	23,9%	13,0%	18,2%	24,0%	22,8%	19,7%	18,9%
Indústria sem Vale e Petrobrás (ISVP)	41	27,9%	28,9%	35,4%	32,2%	17,4%	25,0%	10,3%	7,2%	9,0%	6,7%
Serviços	32	14,2%	14,0%	50,2%	51,6%	17,8%	21,3%	7,4%	7,7%	10,3%	5,5%
Serviços sem Energia Elétrica (SEEE)	20	14,6%	14,9%	46,9%	47,7%	19,8%	25,2%	7,1%	7,0%	11,6%	5,2%
Total	82	16,0%	16,1%	42,5%	41,7%	13,7%	17,9%	13,5%	12,7%	15,1%	12,4%

Fonte: Demonstrações do Valor Adicionado. 82 empresas de capital aberto.

Em relação à variação percentual dos pesos de cada segmento beneficiário na geração do valor adicionado, notam-se as seguintes tendências entre 2010 e 2011: (i) o conjunto de indústrias (ISVP) acusou o maior crescimento na parcela de bancos e fornecedores (+7,6 p.p.) e a maior queda na distribuição de dividendos aos acionistas (-3,0 p.p.) dentre os macrosetores; (ii) no comércio, a alta foi mais expressiva em pessoal (+6,9 p.p.) e a maior redução ocorreu nos tributos (-5,9 p.p.); (iii) nos serviços sem as

empresas de energia elétrica (SEEE), nota-se também uma expansão considerável em bancos e fornecedores (+5,4 p.p.) e a queda de -6,4 p.p. nos lucros retidos (ver Tabela 6).

Diversos estudos sobre o padrão de financiamento das grandes empresas de capital aberto⁷ concluíram que as empresas brasileiras precisam gerar internamente uma fração relevante de recursos para financiar seus investimentos, o que requer margens de lucro condizentes com os lucros retidos necessários. Para o conjunto das 82 empresas, o valor de lucros retidos foi reduzido em 5,8% entre 2010 e 2011, sendo muito expressiva a queda em serviços (-41,7%) e em comércio (-4,9%). Entre as empresas da indústria, houve aumento de 3,5%, já que ocorreram elevações expressivas em setores como mineração, bebidas e siderurgia que neutralizaram as quedas presentes em quase todos os demais segmentos do setor. Se os lucros retidos, especialmente da Vale do Rio Doce, forem retirados do total da indústria, esse segmento passa a apresentar queda de 13,5% entre 2010 e 2011 (ver Tabela 5 A do Apêndice 1).

Em razão desses resultados, os lucros retidos na indústria (ISPV) absorveram em 2011 apenas 6,7% do valor adicionado pelas empresas industriais, contra um percentual de 9,0% no ano anterior. No setor de serviços (SEEE), a absorção foi ainda menor (de 11,6% para 5,2%). Parece que são percentuais baixos e que podem futuramente limitar os investimentos. Tomando as informações do demonstrativo do fluxo de caixas das empresas, nota-se que os investimentos, que incluem acréscimo de imobilizado e em participações societárias, tiveram redução em 2011, certamente não em função da escassez de recursos, mas como decorrência da situação adversa vivida, sobretudo, pelo setor industrial. A queda do fluxo de investimentos chegou a 32,8% para o conjunto da indústria, em grande parte devido às inversões da Petrobras, que caíram 43,3%. Cabe assinalar que se for descontada a queda referente à Petrobras, as inversões do conjunto das demais empresas industriais registra retração de 13,7% (ver Tabela 6 A do apêndice 1).

Os resultados do primeiro trimestre de 2012

Dados para o primeiro trimestre de 2012, levantados pelo Grupo de Economia da Fundap, referentes a 226 empresas não financeiras de capital aberto, indicam que as margens de lucro se mantiveram em declínio em relação aos índices levantados para o primeiro trimestre do ano passado, muito embora novos condicionantes setoriais tenham se apresentado. Para o conjunto das empresas, a queda da margem de lucro líquida foi intensa (de 14,3% para 10,6%), mas praticamente não sofreu variação no caso de empresas de serviços (margem de 11,2% e 11,5% no primeiro trimestre de 2011 e 2012). A redução foi muito significativa para as empresas da indústria (17,2% e 11,8%). Vale ressaltar que essas tendências também valem para as margens operacionais, indicando que as empresas continuaram com menor capacidade de gerar lucro nos seus negócios.

(7) Cf. Singh, Ajit. *Corporate financial patterns in industrializing economies*. International Finance Corporation. World Bank, Washington, abril, 1995; Leal, Ricardo P. C. *Estrutura de capitais comparada - Brasil e mercados emergentes*. Revista de Administração de Empresas, v. 48, n.4, p. 67-78, 20; Puga, N. & Nascimento, M. Como as empresas financiam investimentos em meio à crise financeira internacional. BNDES – Visão do Desenvolvimento, n. 58, dezembro, 2008. Almeida, Julio Sergio & Cintra, Marcos Antonio *et alli Relatório de Pesquisa Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria brasileira e o papel dos bancos*. Subprojeto: padrão de financiamento das empresas não financeiras no Brasil. BNDES/Fecamp, agosto de 2009.

Tabela 7
Margens de Lucro nos primeiros trimestres (2011 e 2012) - 226 empresas de capital aberto

Macro Setores	Lucro da Atividade sobre a RL			Margem sobre RL		
	1T11	1T12	diferença em p.p.	1T11	1T12	diferença em p.p.
Comércio	5,0%	5,0%	0,0%	1,7%	1,2%	-0,4%
Indústria	22,3%	16,1%	-6,2%	17,2%	11,8%	-5,5%
Indústria sem Petrobrás	21,7%	15,0%	-6,7%	15,9%	10,6%	-5,4%
Indústria sem Petro e Vale	12,4%	10,8%	-1,6%	7,9%	6,1%	-1,9%
Serviços	20,5%	19,7%	-0,8%	11,2%	11,5%	0,3%
Serviços sem Energia	17,7%	17,5%	-0,1%	9,8%	10,6%	0,9%
Comercializáveis	22,6%	15,9%	-6,7%	17,6%	11,8%	-5,7%
Não Comercializáveis	15,9%	15,7%	-0,2%	8,7%	8,7%	-0,1%
Total	20,1%	15,8%	-4,3%	14,3%	10,6%	-3,7%

Fonte: 226 empresas de capital aberto. Nota: RL (Receita Líquida).

Os condicionantes do quadro econômico do final de 2011 – enfraquecimento da demanda doméstica, alta da inadimplência, desaceleração da concessão de crédito – continuaram afetando as empresas no início de 2012. O PIB desacelerou a taxa de crescimento para a faixa de 0,8% no primeiro trimestre de 2012 em relação aos índices do mesmo período de 2011, sendo que para a indústria de transformação houve queda de 2,6% na mesma base de comparação. O segmento de serviços ainda manteve uma variação positiva (+1,6%), mas diminuiu o ritmo em relação à média de crescimento verificada em 2011 (3,2%).

Vários outros pontos merecem destaque sobre os resultados setoriais do primeiro trimestre de 2012. Em primeiro lugar, não se renovou o recuo que vinha sendo observado nas margens das empresas de serviços sem energia elétrica (SEEE); pelo contrário, durante o primeiro trimestre do ano, a margem operacional foi mantida em função do aumento da margem líquida (de 9,8% no primeiro trimestre de 2011 para 10,6%, no mesmo trimestre de 2012). Cabe destacar que essa alta deveu-se em grande medida à obtenção de receita financeira líquida nos setores de telefonia, transporte aéreo e nas empresas de energia elétrica, o que reduziu as despesas financeiras do macrossetor de serviços e o seu peso na receita líquida (de 3,8% para 2,8%) entre os primeiros trimestres de 2011 e 2012 (ver Tabela 7A do Apêndice 1). Além disso, as empresas de serviços conseguiram no período recuperar o ritmo de alta da receita líquida (na faixa de 19,5%), praticamente no mesmo patamar dos custos dos produtos vendidos. Em segundo lugar, dentre as empresas de comércio a queda de margens continuou ocorrendo, tendo sido de 1,7% a relação lucro líquido/receita líquida no primeiro trimestre de 2011 e de 1,2% no primeiro trimestre de 2012.

Finalmente, entre as empresas industriais, a novidade está no fato de que os resultados do primeiro trimestre não pouparam as megaempresas Petrobras e Vale. Efetivamente, para o conjunto das empresas, incluindo essas duas companhias, a relação lucro líquido/receita líquida caiu de 17,2% para 11,8% e, se for excluída a Petrobras, passou de 15,9% para 10,6%, ou seja, manteve uma queda pronunciada. Entre as empresas industriais exceto a Petrobras e Vale (ISVP) a queda foi de 7,9% para 6,1%. Nesse caso, nota-se que o peso do crescimento do endividamento em 2011 e no primeiro trimestre de 2012, especialmente aquele em moeda estrangeira, seguiu pressionando as despesas financeiras com a desvalorização do real (no final de março a taxa de câmbio fechou em 1,88), fazendo com que a relação entre despesa financeira líquida sobre a receita líquida subisse (de 1,2% para 1,7%) no período, diminuindo as margens de lucro na indústria.

Observações Finais

Uma das principais constatações do levantamento sobre as grandes empresas brasileiras não financeiras é o fato de estar em curso um processo de retração muito acentuada e duradoura das margens de lucro, especialmente nas companhias industriais. Devido ao passado de instabilidade econômica e financeira do Brasil, e dado que os mercados domésticos de financiamento voluntário de longo prazo têm apresentado desenvolvimento relativamente baixo no país, as empresas brasileiras devem gerar internamente uma fração relevante de recursos para financiar seus investimentos, o que requer margens de lucro compatíveis com os lucros retidos necessários. A menos que as empresas aceitem incorrer em riscos mais acentuados derivados de uma proporção maior de financiamentos externos ou que o BNDES amplie ainda mais seu porte, a redução das margens de lucro, limitando o autofinanciamento, pode ser um determinante restritivo do investimento na economia brasileira.

Os resultados verificados em 2011 e no primeiro trimestre de 2012 indicam que o apetite por risco das grandes empresas de capital aberto pode estar mais baixo, uma vez que há um processo continuado de deterioração da rentabilidade das empresas. Isso ocorreu no plano operacional porque aumentaram fortemente os custos básicos operacionais, mas também porque se elevou extraordinariamente a despesa financeira líquida das empresas. Chegaram a declinar expressivamente os valores nominais do lucro líquido das empresas do comércio, indústria (sem os gigantes Petrobras e Vale) e serviços (especialmente as empresas de serviços sem as empresas de energia elétrica).

O desempenho econômico de 2011 ao final do ano, a desaceleração do PIB no primeiro trimestre de 2012 e as projeções de alta do PIB abaixo de 2,0% acirram o debate sobre o alcance do modelo de crescimento, baseado no consumo de bens duráveis via expansão exponencial do crédito calcada no alongamento dos prazos e nos ganhos reais dos salários, no sentido de possibilitar taxas mais elevadas e sustentadas. Os resultados negativos das grandes empresas colocam outro elemento nesse debate: caso esse quadro não se reverta no médio prazo, as companhias poderão traçar estratégias mais defensivas e patrimonialistas, com menor patamar de investimento e de geração de emprego.

As autoridades econômicas tomaram diversas medidas para estimular a economia no segundo semestre de 2011 e no primeiro trimestre de 2012, tais como: alteraram as regras da caderneta de poupança a fim de favorecer a queda contínua da taxa básica de juros (Selic); estimularam incentivos fiscais (como a redução do IPI) para a linha branca, móveis e automóveis; adotaram medidas de controle do fluxo de capital estrangeiro para valorizar o dólar e restabelecer alguma rentabilidade às exportações, dentre outras. A expectativa é de que os resultados possam surgir no início de 2013. Se de fato isso ocorrer, será possível haver uma reversão das tendências econômico-financeiras das grandes empresas levantadas na pesquisa, quais sejam: menor rentabilidade operacional e financeira, menor capacidade de geração de fundos próprios e recuo dos investimentos.

Apêndice 1

Tabela 1
Endividamento Total (R\$ bilhões)

Setor	Endividamento Total						
	2007	2008	2009	2010	2011	2007 - 2010	2010-2011
COMÉRCIO	10,2	12,8	12,8	21,5	27,5	28,2%	27,8%
INDÚSTRIA	180,2	284,5	298,1	310,0	387,5	19,8%	25,0%
INDÚSTRIA SEM PETROBRÁS	141,9	221,1	198,5	192,5	232,3	10,7%	20,7%
INDÚSTRIA SEM PETRO E VALE	106,1	175,8	156,5	148,7	185,6	11,9%	24,8%
SERVIÇOS	90,9	112,3	121,7	149,5	192,1	18,0%	28,6%
SERVIÇOS SEM ENERGIA	31,3	40,1	44,6	57,3	74,0	22,4%	29,0%
COMERCIALIZÁVEIS	174,7	273,2	280,6	281,6	351,4	17,3%	24,8%
NÃO COMERCIALIZÁVEIS	106,7	136,4	152,1	199,5	255,8	23,2%	28,2%
TOTAL	281,4	409,6	432,7	481,0	607,2	19,6%	26,2%

Fonte: Demonstração de resultados de 222 empresas de capital aberto.

Tabela 2
Endividamento de longo e curto-prazo (em R\$ bilhões)

Setor	Endividamento de Longo Prazo							Endividamento de Curto Prazo						
	2007	2008	2009	2010	2011	2010-2007	2011-2010	2007	2008	2009	2010	2011	2010-2007	2011-2010
COMÉRCIO	4,6	7,8	9,5	13,5	16,3	43,4%	20,9%	5,6	5,0	3,3	8,1	11,2	12,5%	39,2%
INDÚSTRIA	137,9	220,0	238,5	247,4	312,6	21,5%	26,3%	42,3	64,4	59,7	62,6	74,9	14,0%	19,7%
INDÚSTRIA SEM PETROBRÁS	108,1	170,0	153,8	145,4	176,2	10,4%	21,2%	33,8	51,1	44,8	47,1	56,0	11,7%	18,9%
INDÚSTRIA SEM PETRO E VALE	75,7	127,3	117,6	107,6	133,5	12,4%	24,0%	30,4	48,5	38,8	41,1	52,2	10,5%	26,9%
SERVIÇOS	77,6	91,5	96,5	123,2	152,4	16,7%	23,7%	13,3	20,8	25,2	26,3	39,7	25,4%	51,3%
SERVIÇOS SEM ENERGIA	24,5	30,4	32,7	45,4	59,2	22,8%	30,4%	6,7	9,7	11,9	11,9	14,7	21,2%	23,4%
COMERCIALIZÁVEIS	133,7	211,6	226,7	228,4	289,8	19,5%	26,9%	40,9	61,6	53,8	53,2	61,6	9,1%	16,0%
NÃO COMERCIALIZÁVEIS	86,4	107,8	117,7	155,7	191,5	21,7%	23,0%	20,3	28,6	34,4	43,8	64,2	29,1%	46,8%
TOTAL	220,1	319,4	344,5	384,1	481,3	20,4%	25,3%	61,3	90,2	88,2	96,9	125,9	16,5%	29,9%

Fonte: Demonstração de resultados de 222 empresas de capital aberto.

Tabela 3
Margens de lucro (lucro líquido /receita líquida) - Indústria

Macro setores	Setores	2007	2008	2009	2010	2011	Tendência 2007 x 2010	tendência 2011 x 2010
Indústria	Agronegócio	10,7	10,7	2,1	2,8	7,8	-	+
Indústria	Alimentos	2,7	-3,8	2,0	1,1	0,8	-	-
Indústria	Bebidas e Fumo	15,2	16,4	25,8	28,1	31,3	+	+
Indústria	Calçados	9,9	14,0	11,8	16,1	15,1	+	+
Indústria	Construção Civil e Incorporação	14,7	10,3	14,5	16,9	8,5	+	-
Indústria	Editora	9,6	6,6	4,2	3,9	3,4	-	-
Indústria	Embalagens	1,7	-0,4	12,6	9,4	9,9	+	+
Indústria	Indústria Diversa	-3,9	-9,4	5,4	5,4	-0,1	+	-
Indústria	Madeira	16,0	14,3	14,9	16,6	11,9	+	-
Indústria	Máquinas e Equipamentos	11,1	9,8	8,7	8,9	5,9	-	-
Indústria	Material Aeronáutico	6,6	3,6	8,3	6,1	1,6	-	-
Indústria	Material de Construção	0,5	7,5	9,1	10,6	8,6	+	-
Indústria	Material de Transporte	6,2	5,3	3,5	11,0	7,7	+	-
Indústria	Metalurgia	3,0	7,8	7,2	3,2	1,3	+	-
Indústria	Mineração	32,0	28,7	20,5	35,9	36,3	+	+
Indústria	Papel e Celulose	21,6	-43,1	14,4	12,9	-4,3	-	-
Indústria	Petróleo	12,6	15,5	15,9	16,4	13,4	+	-
Indústria	Produtos de Higiene e Limpeza	14,9	12,1	21,2	13,0	12,6	-	-
Indústria	Química	3,0	-10,4	1,1	6,2	-1,2	+	-
Indústria	Siderurgia	14,2	15,4	8,7	8,6	7,4	-	-
Indústria	Têxtil, Couro e Vestuário	-4,4	-3,4	3,8	5,4	0,4	+	-
Indústria	Utilidades Domésticas	7,2	5,8	5,1	5,4	6,3	-	+

Fonte: Demonstração de resultados de 137 empresas de capital aberto.

Tabela 4
Margens de lucro (lucro líquido /receita líquida)

Macro setores	Setores	2007	2008	2009	2010	2011	Tendência 2007 x 2010	tendência 2011 x 2010
Comércio	Comércio de Medicamentos	1,8	2,0	2,9	2,4	1,8	+	-
Comércio	Comércio Diversos	-0,6	10,1	7,9	5,8	-16,9	+	-
Comércio	Comércio Varejista	2,3	1,9	1,9	2,6	1,8	+	-
Comércio	Comércio Varejista de Gás	13,8	12,9	9,5	14,2	5,8	+	-
Serviços	Comunicação	6,4	-2,6	16,0	5,7	5,6	-	=
Serviços	Concessão de Rodovias	21,8	18,7	18,6	18,2	16,5	-	-
Serviços	Educação	1,1	2,2	5,7	6,6	4,8	+	-
Serviços	Energia	13,9	14,6	11,0	10,9	11,7	-	+
Serviços	Exploração de Imóveis	7,2	11,9	78,5	48,6	41,2	+	-
Serviços	Hotalaria	-74,3	-218,0	4,3	-8,6	-12,5	-	-
Serviços	Logística	24,4	2,9	1,0	4,1	6,3	-	+
Serviços	Saneamento	16,9	4,8	17,5	16,8	12,6	=	-
Serviços	Saúde	1,6	1,4	3,5	4,4	3,8	+	-
Serviços	Serviços Diversos	7,1	6,1	6,5	7,1	5,9	=	-
Serviços	Tecnologia da Informação	3,8	2,5	4,1	4,8	6,0	+	+
Serviços	Telefonia	11,5	10,9	6,6	14,3	13,1	+	-
Serviços	Transporte Aéreo	3,0	-15,3	13,8	4,6	-5,3	+	-

Fonte: Demonstração de resultados de 85 empresas de capital aberto.

Tabela 5
Distribuição do valor adicionado - Lucros retidos

Setores	Lucro retidos (em R\$ milhões)		Var. %
	2010	2011	
Comércio Varejista	506,1	456,8	-9,7
Comércio de Medicamentos	37,4	60,1	60,7
Sub-Total Comércio	543,5	516,9	-4,9
Mineração	30 070,0	37 070,0	23,3
Petróleo	23 172,5	20 590,1	-11,1
Bebidas e Fumo	3 595,0	6 773,0	88,4
Siderurgia	1 680,0	3 127,0	86,1
Construção Civil e Incorporação	1 126,7	986,8	-12,4
Material de Transporte	478,8	573,9	19,9
Máquinas e Equipamentos	597,3	536,1	-10,3
Madeira	94,8	62,4	-34,2
Material de Construção	21,6	25,6	18,5
Produtos de Higiene e Limpeza	24,0	7,0	-70,8
Têxtil, Couro e Vestuário	325,3	-53,9	-116,6
Indústria Diversa	261,9	-54,6	-120,8
Material Aeronáutico	417,9	-69,9	-116,7
Calçados	-52,2	-142,9	173,8
Metalurgia	70,1	-219,5	-413,1
Alimentos	287,0	-334,0	-216,4
Química	1 542,0	-461,0	-129,9
Papel e Celulose	1 515,8	-892,3	-158,9
Sub-Total Indústria (a)	65.228,5	67.523,8	3,5
Sub-Total Indústria sem a vale (b)	35.158,5	30.453,8	-13,4
Energia	6 855,5	4 804,1	-29,9
Telefonia	6 335,7	3 107,5	-51,0
Concessão de Rodovias	1 186,5	1 164,6	-1,8
Saneamento	1 243,2	932,9	-25,0
Comunicação	307,0	373,0	21,5
Exploração de Imóveis	263,8	371,7	40,9
Tecnologia da Informação	105,3	128,8	22,3
Saúde	86,9	125,1	43,9
Logística	-89,8	-34,7	-61,4
Transporte Aéreo	649,3	-1 086,5	-267,3
Sub-Total Serviços	16.943,4	9.886,4	-41,7
Total	82.715,4	77.927,1	-5,8

Fonte: 82 empresas de capital aberto.

Tabela 6
Fluxos de investimentos por setores

Setores	Investimento (em R\$ milhões)		Var. %
	2010	2011	
Comércio Varejista	2.391	3.876	62,1%
Comércio de Medicamentos	101	-143	-242,2%
Sub-Total Comércio	101	-143	49,8%
Petróleo	107.374	60.893	-43,3%
Mineração	31.585	24.704	-21,8%
Siderurgia	9.416	8.308	-11,8%
Papel e Celulose	2.007	4.155	107,0%
Alimentos	6.601	3.525	-46,6%
Química	2.461	2.895	17,6%
Bebidas e Fumo	3.319	2.405	-27,5%
Máquinas e Equipamentos	659	1.205	82,7%
Material Aeronáutico	505	1.001	98,2%
Metalurgia	153	556	262,4%
Construção Civil e Incorporação	146	543	271,9%
Indústria Diversa	567	532	-6,2%
Material de Transporte	411	442	7,6%
Têxtil, Couro e Vestuário	426	400	-6,3%
Produtos de Higiene e Limpeza	313	290	-7,3%
Madeira	199	147	-26,2%
Embalagens	119	76	-36,0%
Material de Construção	62	28	-54,4%
Calçados	279	-127	-145,5%
Sub-Total Indústria (a)	166.602	111.978	-32,8%
Sub-Total Indústria sem a Petrobrás (b)	59.229	51.085	-13,7%
Telefonia	16.944	21.346	26,0%
Energia	23.410	20.008	-14,5%
Saneamento	2.091	2.008	-4,0%
Logística	560	1.976	253,1%
Concessão de Rodovias	3.281	1.867	-43,1%
Comunicação	1.247	1.657	32,9%
Transporte Aéreo	658	958	45,5%
Exploração de Imóveis	301	782	159,7%
Saúde	980	529	-46,0%
Tecnologia da Informação	89	66	-26,2%
Sub-Total Serviços	49.562	51.197	3,3%
Total	216.265	163.032	-23,7%

Fonte: 82 empresas de capital aberto. Demonstrativo de fluxo de caixa.

Tabela 7
Despesa financeira líquida sobre a receita líquida

Macro-setores	Despesa Financeira		Var. p.p
	1T11	1T12	
COMÉRCIO	2,9%	3,1%	0,2%
INDÚSTRIA	-0,3%	0,6%	0,9%
INDÚSTRIA SEM PETROBRÁS	1,2%	1,3%	0,1%
INDÚSTRIA SEM PETRO E VALE	1,2%	1,7%	0,5%
SERVIÇOS	3,8%	2,9%	-0,8%
SERVIÇOS SEM ENERGIA	3,1%	2,4%	-0,6%
COMERCIALIZÁVEIS	-0,4%	0,5%	0,9%
NÃO COMERCIALIZÁVEIS	3,2%	2,8%	-0,4%
TOTAL	0,9%	1,4%	0,5%

Fonte: Empréstimos totais. 226 empresas de capital aberto.

Apêndice 2

Lista de empresas com informações da Demonstração do Valor Adicionado

#º	Empresas	Macro setores	setores
1	Raia Drogasil	Comércio	Comércio de Medicamentos
2	Arezzo	Comércio	Comércio varejista
3	B2W Varejo	Comércio	Comércio Varejista
4	Lojas Americanas	Comércio	Comércio Varejista
5	Lojas Marisa	Comércio	Comércio varejista
6	Lojas Renner	Comércio	Comércio Varejista
7	P. Acucar-Cbd	Comércio	Comércio Varejista
8	BRF Foods	Indústria	Alimentos
9	JBS	Indústria	Alimentos
10	Marfrig	Indústria	Alimentos
11	Ambev	Indústria	Bebidas e Fumo
12	Souza Cruz	Indústria	Bebidas e Fumo
13	Alpargatas	Indústria	Calçados
14	Grendene	Indústria	Calçados
15	Cyrela Realty	Indústria	Construção Civil e Incorporação
16	João Fortes	Indústria	Construção Civil e Incorporação
17	EDG Realit	Indústria	Construção Civil e Incorporação
18	Providencia	Indústria	Embalagens
19	Hypermarcas	Indústria	Indústria Diversa
20	Eucatex	Indústria	Madeira
21	Bardella	Indústria	Máquinas e Equipamentos
22	Bematech	Indústria	Máquinas e Equipamentos
23	Ind Romi	Indústria	Máquinas e Equipamentos
24	Inepar	Indústria	Máquinas e Equipamentos
25	Weg	Indústria	Máquinas e Equipamentos
26	Whitpac	Indústria	Máquinas e Equipamentos
27	Embraer	Indústria	Material Aeronáutico
28	Eternit	Indústria	Material de Construção
29	Autometal	Indústria	Material de Transporte
30	Marcopolo	Indústria	Material de Transporte
31	Metal Leve	Indústria	Material de Transporte
32	Randon Part	Indústria	Material de Transporte
33	Ferbasa	Indústria	Metalurgia
34	Lupatech	Indústria	Metalurgia
35	Paranapanema	Indústria	Metalurgia
36	Vale	Indústria	Mineração
37	Fibra	Indústria	Papel e Celulose
38	Klabin	Indústria	Papel e Celulose
39	Suzano Papel	Indústria	Papel e Celulose
40	OGX Brasil	Indústria	Petróleo
41	Petrobras	Indústria	Petróleo
42	Natura	Indústria	Produtos de Higiene e Limpeza
43	Braskem	Indústria	Química
44	Fer Heringer	Indústria	Química
45	Gerdau Met	Indústria	Siderurgia
46	Sid Nacional	Indústria	Siderurgia
47	Usiminas	Indústria	Siderurgia
48	Guararapes	Indústria	Têxtil, Couro e Vestuário
49	Hering	Indústria	Têxtil, Couro e Vestuário
50	Springs	Indústria	Têxtil, Couro e Vestuário
51	Net	Serviços	Comunicação
52	CCR SA	Serviços	Concessão de Rodovias
53	coodovias	Serviços	Concessão de Rodovias
54	OHL Brasil	Serviços	Concessão de Rodovias
55	Celso	Serviços	Energia
56	Cemig	Serviços	Energia
57	Cesp	Serviços	Energia
58	Copel	Serviços	Energia
59	CPFL Energia	Serviços	Energia
60	Elektro	Serviços	Energia
61	Eletrobras	Serviços	Energia
62	Eletropaulo	Serviços	Energia
63	Energias BR	Serviços	Energia
64	Light S/A	Serviços	Energia
65	Rede Energia	Serviços	Energia
66	Tractebel	Serviços	Energia
67	General Shopping	Serviços	Exploração de imóveis
68	Iguatemi	Serviços	Exploração de imóveis
69	Multiplan	Serviços	Exploração de imóveis
70	LLX	Serviços	Logística
71	OSX	Serviços	Logística
72	Sabesp	Serviços	Saneamento
73	Amil	Serviços	Saúde
74	Totvs	Serviços	Tecnologia da Informação
75	Brasil Telecom	Serviços	Telefonia
76	Embratel Part	Serviços	Telefonia
77	OI	Serviços	Telefonia
78	Tele Nordeste	Serviços	Telefonia
79	Telefonia Brasil	Serviços	Telefonia
80	Telemar	Serviços	Telefonia
81	Gol	Serviços	Transporte Aéreo
82	Tam S/A	Serviços	Transporte Aéreo