



Texto para discussão

281

**A fragilização financeira das
empresas não financeiras no
Brasil pós-crise**

**Julio Sergio Gomes de Almeida
Luis Fernando Novais
Marco Antonio Rocha**

Outubro 2016

Instituto de Economia
UNICAMP



A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise

Julio Sergio Gomes de Almeida*

Luis Fernando Novais♦

Marco Antonio Rocha*

Resumo

O texto apresenta uma análise do desempenho econômico-financeiro das empresas não financeiras no período posterior a crise de 2008/2009. A análise procura demonstrar como um conjunto de fatores levou a deterioração dos indicadores financeiros das empresas, sugerindo que a retração econômica vivida nos últimos anos pela economia brasileira desencadeou um processo de fragilização financeira generalizado no setor produtivo. O texto desenvolve também uma proposta de um índice de fragilização financeira com inspiração nos trabalhos de Hyman Minsky.

Abstract

The paper discusses the performance of Brazilian non-financial corporations after the crises. The paper tries to demonstrate how the current crisis of manufacturing industries in Brazil is the consequence of several factors, which lead to the deterioration of the financial equilibrium of non-financial corporations in Brazil and the increase of financial fragility. The paper also proposes a financial fragility index based on the work of Hyman Minsky.

1 Introdução

O momento presente que atravessa a economia brasileira é marcado pelo debate sobre os motivos que levaram a crise e os fatores que podem conduzir a economia brasileira de volta a uma trajetória de crescimento. Entre as posições em voga no debate público são comuns àquelas baseadas no diagnóstico de que a crise seria eminentemente uma crise de confiança, provocada pela frustração das expectativas dos agentes privados e que, portanto, seria resolvida pelo retorno do investimento privado em decorrência da restauração do grau de confiança do setor privado.

Sem entrar na discussão sobre as causas que induziram a crise, o texto procura demonstrar como ainda que seja verdade a quebra da confiança do setor

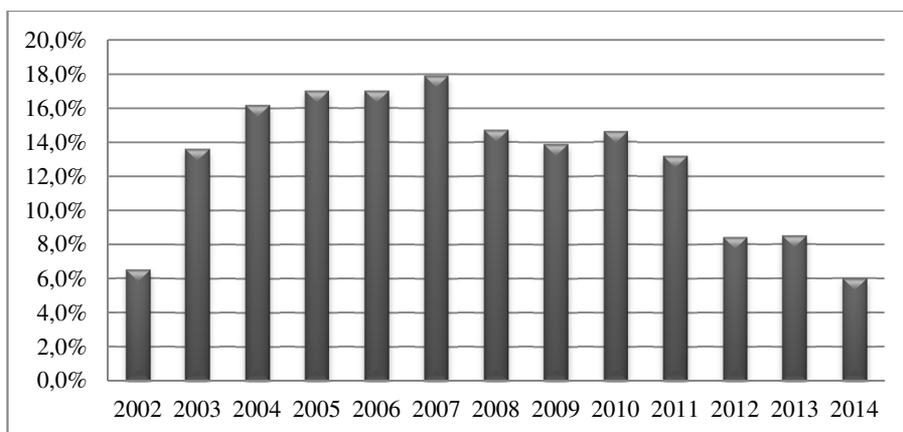
* Instituto de Economia – Universidade Estadual de Campinas.

♦ Economista, Assessor da Fundação Seade na Diretoria de Análise e Disseminação de Informações.

privado, os impactos referentes à desvalorização cambial, a retomada da trajetória de alta das taxas de juros e a retração da demanda – seja através do consumo das famílias ou do gasto público – causaram deterioração do equilíbrio financeiro das empresas não financeiras no Brasil. O acréscimo das despesas financeiras, em decorrência da piora das condições de contratação de empréstimos e dos efeitos da desvalorização cambial sobre o passivo em dólar, no momento em que a rentabilidade das empresas caiu significativamente provocou o acúmulo de dívidas, gerando um crescente quadro de fragilização financeira.

Deste modo, a queda dos lucros retidos e o aumento do grau de endividamento das empresas não financeiras entre 2010 e 2015 produz um cenário em que a retomada do investimento pelo setor privado nacional parece pouco verossímil em relação a sua incapacidade de retomar o financiamento dos seus investimentos. Se por um momento houve uma crise de confiança, os dados contábeis das grandes empresas brasileiras demonstram que o problema se tornou mais complexo.

Gráfico 1
Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido dos 200 Maiores Grupos Econômicos no Brasil – 2002-2014



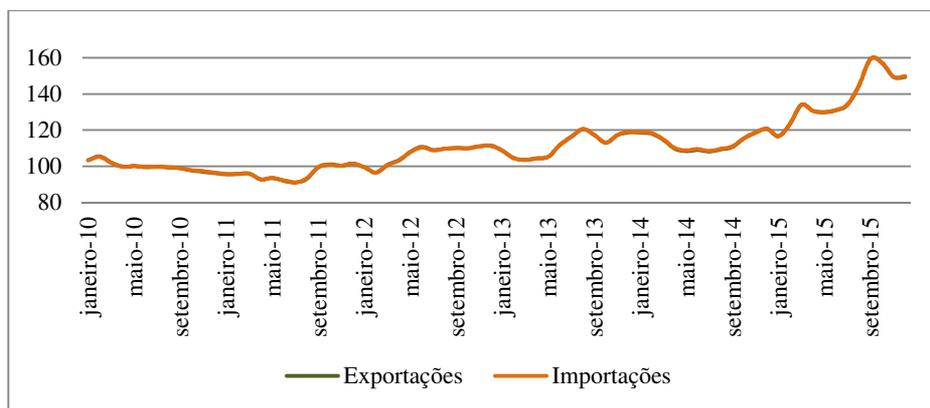
Fonte: Valor Grandes Grupos.

Este quadro contrasta-se com o cenário do período anterior à crise, marcada pela alta rentabilidade e crescimento patrimonial da grande empresa brasileira (Hiratuka; Rocha, 2015; Rocha, 2015). Os dados contábeis levantados na publicação Valor Grandes Grupos (2002-2014) (Gráfico 1)

indicam que o ciclo de alta rentabilidade dos anos anteriores à crise se esgotou a partir de 2010, embora a queda da rentabilidade do setor privado tenha tido causas diversas, a redução generalizada das taxas de lucro foi um dos elementos que emergiu na crise atual.

O quadro desperta certa curiosidade dado que a queda da rentabilidade coincide com um período de desvalorização cambial (ver Gráfico 2), tida como uma das condições para a recuperação da rentabilidade da indústria, sobretudo dos setores exportadores. Como serão discutidos posteriormente, os efeitos da desvalorização cambial sobre os passivos e os serviços financeiros pagos pelas empresas sugere que a ampliação do conteúdo importado na produção e o perfil de financiamento da indústria brasileira tornam os efeitos das variações na taxa de câmbio na atividade industrial um tanto dúbios.

Gráfico 2
Taxa de Câmbio Real Efetiva (jan. 2010 = 100) – 2010-2015

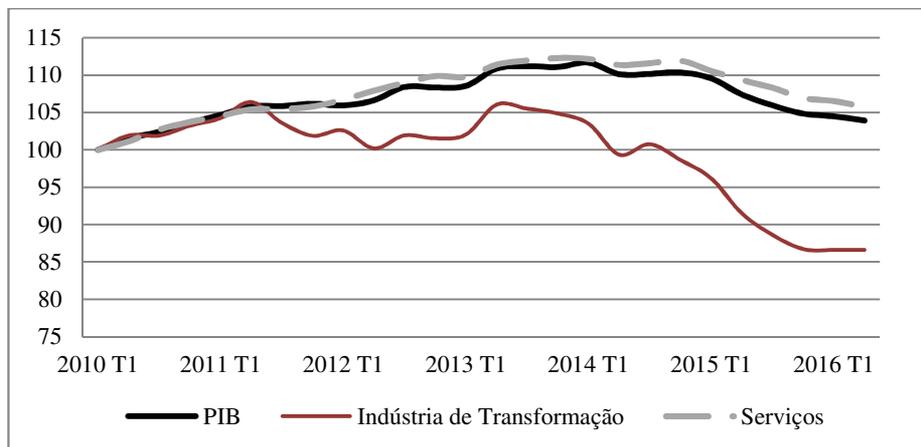


Fonte: Ipea.

Ainda sobre as mudanças com relação ao período anterior à crise, a indústria brasileira presenciou uma retração considerável da demanda doméstica. O cenário recessivo se agrava particularmente a partir de 2014 com a queda dos preços das commodities, especialmente do petróleo, alimentos e minério de ferro, e com a parcial interrupção do fluxo de investimentos da Petrobrás em decorrência da “Operação Lava Jato”. A crise da indústria de transformação, entretanto, mostrou-se mais aguda e anterior a dos demais setores. O crescimento do valor adicionado pela indústria de transformação, que

já vinha crescendo a taxas inferiores, apresentou também a retração mais acentuada no período recente (ver Gráfico 3).

Gráfico 3
Variação Real do PIB Total, Indústria de Transformação e Serviços
(1º trim. 2010 = 100, série dessazonalizada) – 2010-2015



Fonte: IBGE, Contas Nacionais.

Este artigo está dividido em quatro seções, além desta introdução. A base de informações são os balanços patrimoniais, as demonstrações financeiras, os demonstrativos de valor adicionado e o fluxo de caixa das empresas não financeiras listadas na Bolsa de valores brasileira. A seleção de empresas tomou como referência o sistema da Economatica. A seção 2 faz análise da rentabilidade, da estrutura patrimonial e do endividamento de um conjunto de 340 empresas não financeiras para o período de 2010 a 2015. Na sequência, a seção 3 selecionou e analisou o comportamento, entre 2013 e 2015, de 129 empresas do setor industrial que apresentaram informações sobre a distribuição do valor adicionado e as aquisições de ativos imobilizados. A seção 4 calcula e analisa um indicador de fragilidade financeira baseado em conceitos Miskiyanos para um conjunto de 265 empresas não financeiras e, por fim, a seção 5 traça considerações finais.

2 Rentabilidade, estrutura patrimonial e endividamento das empresas não financeiras 2010-2015

Vários estudos sobre a composição do *funding* dos investimentos produtivos da grande empresa não financeira mostram que ele é composto, em

grande parte, por lucros retidos e pelos empréstimos de longo prazo do BNDES. No período imediatamente anterior à crise global de 2008, algo em torno de 65% das adições no imobilizado foi financiado pela poupança interna das empresas e pelo financiamento de longo prazo do BNDES (Almeida et al., 2013).

A pergunta que norteará este trabalho é medir, em termos de intensidade e diferenças setoriais, os impactos da progressiva deterioração do ambiente econômico, no desempenho econômico-financeiro das empresas no pós-crise global de 2008, avaliando a capacidade de as empresas acumularem recursos para alavancarem os seus investimentos.

Perda de rentabilidade, aumento do endividamento, alterações na distribuição dos ativos e do valor adicionado e diminuição da aquisição de ativos imobilizados, são fatores que caracterizaram um processo de fragilização financeira de parcela importante das companhias não financeiras que operam no país, como veremos nesta e nas demais seções.

Para se obter os indicadores econômico-financeiros das empresas não financeiras a pesquisa utilizou as informações obtidas junto aos Balanços Patrimoniais e Demonstrações de Resultados para o período de 2010 a 2015 com fonte na Economática. As informações coletadas abrangeram 340 empresas não financeiras de capital aberto com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para todo o período considerado. Destacam-se as seguintes características das informações:

- (i) Os dados básicos referem-se sempre aos doze meses compreendidos entre janeiro e dezembro de cada ano no caso das demonstrações de resultados e os dados referentes ao balanço patrimonial têm como base de fechamento o dia 31 de dezembro de cada ano;
- (ii) A composição do conjunto de empresas é homogênea, isto é, só foram consideradas as companhias com informações completas em todos os anos do período;
- (iii) Os grupos econômicos foram considerados pela empresa que consolida as informações e as controladas eliminadas da amostra para evitar a dupla contagem.

O peso deste conjunto de empresas analisadas é apresentado na Tabela abaixo que. Nota-se que o faturamento das grandes empresas de capital aberto representou, em média, um terço do PIB entre 2010 e 2015. Ao longo do período, essa participação oscilou entre 29,5% em 2013 e 31,3% em 2015. A

geração de lucro operacional (EBIT) e o lucro líquido deste conjunto de empresas foram decrescentes ao longo período. De uma média de, respectivamente, 5,8% e 3,7% como proporção do PIB entre 2010 e 2011 para um patamar de 1,4% (Lucro Operacional) e -1,2% (Lucro Líquido) em 2015.

Tabela 1
Peso Percentual da Amostra – Receita Líquida, Lucro Operacional e Lucro Líquido
2010-2015

Ano	Receita Líquida	Lucro Operacional	Lucro Líquido
	em % do PIB		
2010	30,2	6,0	3,9
2011	30,7	5,7	3,4
2012	31,2	3,4	1,6
2013	29,5	3,5	1,1
2014	30,5	2,6	0,7
2015	31,3	1,4	-1,2

Fonte: IBGE, Contas Nacionais e Economática.

Após o levantamento da base de dados, as informações de cada uma das 340 empresas acompanhadas foram distribuídas em 42 segmentos produtivos, que, por sua vez, foram agregados em três macrossetores: Indústria, Comércio e Serviços. Com o objetivo de isolar o efeito das empresas gigantes do setor de petróleo, mineração e de energia elétrica nos totais dos macrossetores foram também agrupados outros subconjuntos: Indústria sem Petrobrás; Indústria sem Petrobrás e Vale do Rio Doce e Serviços sem energia elétrica (ver Quadros 1 e 2 do Anexo). Em relação aos indicadores utilizados na pesquisa, eles estão separados em dois grandes grupos: (i) indicadores de rentabilidade e (ii) estrutura patrimonial: endividamento e distribuição dos ativos (ver Quadro 3 do Anexo).

2.1 Rentabilidade e Margens de Lucro

Após o ciclo de crescimento econômico entre 2004 e a crise internacional que se inicia no final de 2008, o setor produtivo brasileiro vem reduzindo o seu ritmo de crescimento praticamente de forma continuada a partir de 2010. Esse período também marca o fim de um ciclo de rentabilidade elevada na indústria brasileira e o início de um período de queda dos

indicadores de rentabilidade (Rocha, 2015). Como será discutido na apresentação dos dados, o crescimento das despesas financeiras vem se constituindo no principal fator de queda da rentabilidade das empresas não financeiras no período recente.

Embora a situação da indústria seja em especial preocupante, o desempenho do setor industrial não se distancia da evolução das demais atividades econômicas. Em especial, a rentabilidade, tanto do comércio, quanto das atividades de serviço caiu significativamente em 2015. No caso da indústria, a queda da rentabilidade durante o período vem se somar a uma crise já de longa duração da indústria que, desde a década de noventa, perde participação relativa no PIB, a despeito dos breves ciclos de crescimento da produção.

Tabela 2
Indicadores de Rentabilidade: Indústria, Comércio e Serviços (em %) – 2010-2015

Macro-setores	Margem Líquida de Lucro			Margem Operacional			Margem bruta de lucro			Taxa de Rentabilidade do Patrimônio Líquido		
	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015
Indústria	13,8	2,5	-6,7	19,7	10,9	1,1	32,7	25,5	24,9	14,2	2,8	-9,8
Indústria sem Petrobrás	12,7	0,0	-5,0	19,0	10,8	3,3	31,2	26,5	22,5	16,3	0,1	-7,9
Indústria sem Petrobrás e Vale	8,3	0,0	0,9	13,3	6,8	7,9	25,8	22,6	22,8	12,5	0,1	1,8
Serviços	12,9	7,3	1,2	22,7	15,9	11,6	40,8	37,7	30,1	12,6	7,8	1,4
Serviços sem energia	14,7	11,2	1,8	24,7	21,8	17,4	43,1	43,0	40,1	16,6	12,1	1,8
Comércio	3,3	2,8	0,5	7,4	7,0	4,4	28,8	30,2	31,2	13,5	12,3	1,7
Total	12,8	3,9	-3,6	19,7	11,9	4,6	34,8	29,4	27,1	13,6	4,7	-5,3

Fonte: Elaboração própria com base na Economática.

Nesse sentido, para além dos fatores de retração do investimento relacionados às expectativas e ao ambiente econômico e político no Brasil, parece que outros fatores mais objetivos contribuíram para reduzir a capacidade

de investimento da indústria. A evolução das margens de lucro em todas as atividades econômicas apresentou queda significativa, sugerindo que a retração do investimento tenha razões mais estruturais que a mera mudança no grau de confiança do empresariado.

No total da indústria, a margem líquida de lucro caiu vertiginosamente e se tornou negativa (-6,7%) em 2015 devido aos prejuízos milionários da Petrobras e da Vale, na faixa de R\$ -34,8 bilhões e R\$ -44,2 bilhões de lucro líquido, respectivamente (ver Tabela 2)¹. Elevado endividamento externo, queda nos preços do petróleo e do minério de ferro, gestões temerárias na Petrobrás em relação à fixação de preços no mercado interno abaixo das cotações internacionais e no planejamento e na precificação dos seus investimentos, resultaram na redução expressiva de sua rentabilidade. Neste contexto, as cadeias produtivas do setor de petróleo e de mineração sentiram os efeitos da crise na Petrobrás e o conjunto de empresas desses setores concentraram as maiores quedas de rentabilidade no período.

O indicador de margem operacional também mostrou que as duas gigantes – Petrobrás e Vale – obtiveram perdas expressivas na operação industrial *strito sensu*, ou seja, além das dificuldades financeiras, a Petrobrás e a Vale perderam capacidade de gerar lucro nos negócios e, os seus resultados, determinaram que a margem operacional do agregado da indústria caísse de 19,7% em 2010 para 1,1% em 2015.

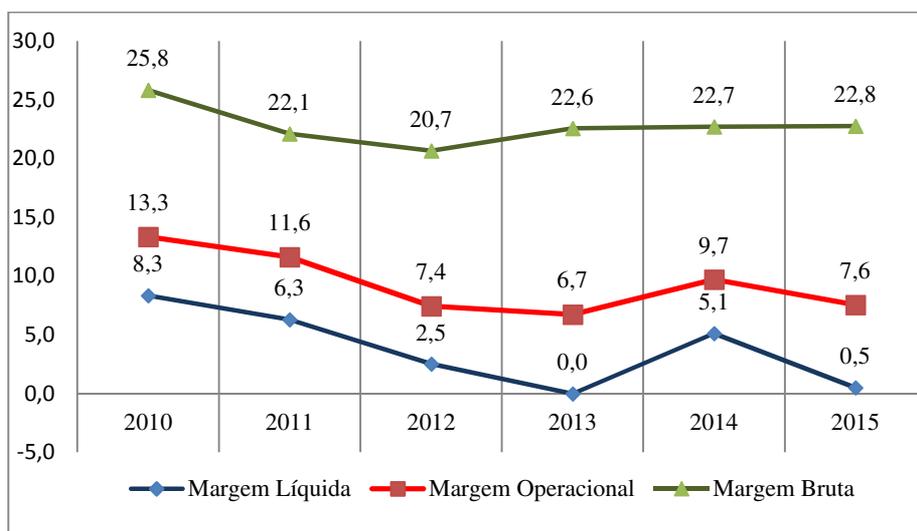
Dois conjuntos de fatores sobressaem e se complementam na determinação da compressão das margens de lucros da grande empresa não financeira ao longo do período. De um lado, a menor capacidade de as empresas repassarem aos preços as elevações de custos por conta da queda da demanda doméstica e, de outro, as perdas financeiras ocorridas com a piora das condições de financiamento da economia brasileira, efeitos cambiais e da alta da taxa de juros. No caso das despesas financeiras, além do impacto da alta da taxa de juros e da desvalorização cambial, o aumento do grau de endividamento das grandes empresas também teve um peso significativo na ampliação dos fluxos de despesas financeiras.

A grande empresa ao longo do período manteve certa capacidade de marcar preço no mercado doméstico. No Gráfico 4, percebe-se a maior

(1) As tabulações usadas no texto incorporam os anos de 2010, 2013 e 2015. No Anexo Estatístico, as Tabelas de 1a a 4b trazem as informações para todo o período (de 2010 a 2015).

estabilidade da margem bruta de lucro a partir de 2013, embora ela também tenha diminuído em relação ao patamar de 2010. Como o lucro bruto representa uma medida mais imediata da diferença entre as receitas e o custo dos produtos vendidos, a margem bruta demonstra melhor a capacidade das empresas em repassar seus custos na formação dos preços. Observando apenas a evolução da atividade industrial, excluindo da amostra Vale e Petrobrás, nota-se que a redução da margem bruta ocorreu em menor razão que as margens líquida e operacional.

Gráfico 4
Margens de Lucro %: Indústria sem Petrobrás e Vale - 2010-2015



Fonte: Elaboração própria com base na Economática.

A evolução das margens líquida e operacional do conjunto da indústria que exclui a Petrobrás e a Vale indica que ambas apresentaram tendência de queda ao longo do período, apesar da pequena recuperação em 2014. Entre 2010 e 2015, a margem líquida de lucro perdeu 7,8 pontos percentuais passando de 8,3% para apenas 0,5% no final do período. No caso da rentabilidade operacional, a perda também foi expressiva de 5,7 pontos percentuais sendo que, em 2015, a margem operacional atingiu o patamar de 7,6%. Neste caso, a alta de 3,0 pontos percentuais na relação entre os Custos dos Produtos e Vendidos (CPV) e a Receita Operacional Líquida no período explicou um pouco mais da metade desta retração (ver Tabela 3). A evolução das demais despesas operacionais que não são controlados pelas indústrias,

como é o caso dos custos de transporte e logística, os serviços especializados prestados às empresas e os preços monitorados pelo governo, especialmente a energia elétrica, são itens que provavelmente também pressionaram os custos operacionais das empresas (Almeida; Novais, 2012).

Ainda que a tendência de queda da rentabilidade tenha sido comum a quase todos os setores, há diferenças significativas nos desempenhos setoriais. As quedas mais significativas concentram-se nas empresas ligadas as atividades de petróleo e gás, mineração, metalurgia e construção civil (ver Tabela 5 do Anexo Estatístico). A retração nas margens de lucro foi considerável justamente em setores que reúnem parte importante dos investimentos no Brasil, o que provavelmente teve impacto no desempenho dos demais setores.

Quando comparadas às demais despesas, os serviços financeiros cresceram em um ritmo superior a todos os demais custos operacionais. Tomando 2010 como base, as despesas financeiras líquidas, descontada a inflação medida pelo IPCA, acumularam entre 2010 e 2015 um crescimento de 157 pontos percentuais, enquanto que o indicador observado para custos dos produtos vendidos cresceu 12 pontos percentuais no mesmo período (ver Gráfico 5). Em um cenário em que também se soma o encolhimento da demanda e o encarecimento do crédito, é provável que a pressão tenha vindo tanto da necessidade de renovar dívidas em condições piores como do impacto da desvalorização cambial sobre o estoque de dívida em divisa estrangeira.

Gráfico 5
Crescimento real das despesas financeiras líquidas e custos dos produtos vendidos
Base 2010=100 (2010-2015)



Fonte: Elaboração própria com base na Economática.

Nesse sentido, o período ficou caracterizado por um crescente comprometimento das receitas operacionais com as despesas financeiras. Em 2010, a participação das despesas financeiras líquidas na receita operacional para o conjunto de empresas sem Petrobrás e Vale passou de 2,7% em 2010, para 5,8% em 2015. O lucro operacional no início do período cobria três vezes o serviço das dívidas e, em 2015, esse percentual foi de apenas 0,6% (ver Tabela 3). Apesar de mais uma vez os setores de petróleo e gás, siderurgia, metalurgia e construção civil serem particularmente afetados pelo aumento das despesas financeiras frente às receitas, esse processo foi comum a grande parte dos setores analisados, salvo alguns segmentos comerciais.

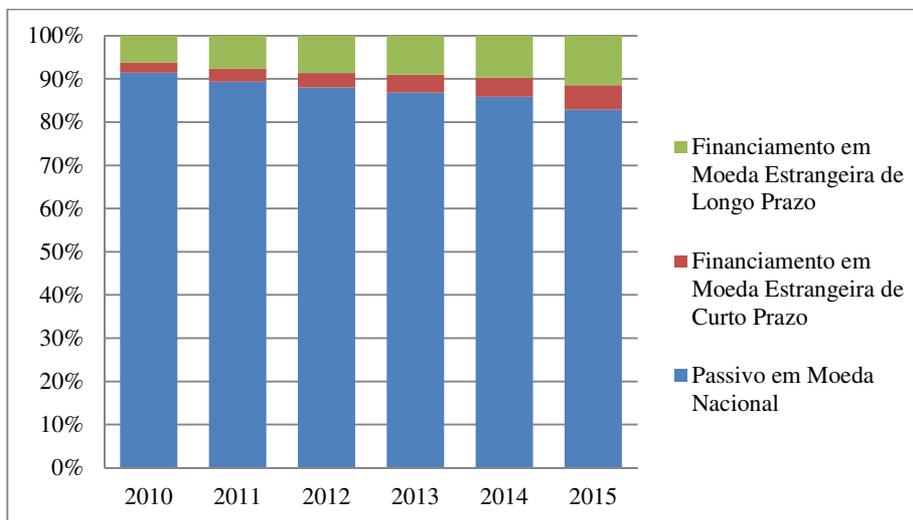
Tabela 3
Demais Indicadores: Indústria, Comércio e Serviços (em %) – 2010-2015

Macro-setores	Despesa financeira líquida/Receita Operacional			Lucro operacional/Despesas Financeiras			Custos Prod Vend./Receita Operacional		
	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015
Indústria	1,6	5,3	9,6	4,1	1,3	0,1	67,3	74,5	75,1
Indústria sem Petrobrás	2,8	6,7	10,0	3,1	1,0	0,2	68,8	73,5	77,5
Indústria sem Petrobrás e Vale	2,7	4,7	5,8	2,2	0,8	0,6	74,2	77,4	77,2
Serviços	3,9	4,3	7,7	2,3	1,6	0,6	59,2	62,3	69,9
Serviços sem energia	5,3	6,0	12,4	2,4	2,0	0,8	56,9	57,0	59,9
Comércio	3,0	2,8	2,5	1,8	1,7	1,1	71,2	69,8	68,8
Total	2,4	4,8	8,3	3,1	1,4	0,3	65,2	70,6	72,9

Fonte: Elaboração própria com base na Economática.

O segundo aspecto da elevação das despesas financeiras – além da elevação do endividamento – foi o impacto da desvalorização cambial sobre a situação financeira das empresas. Embora o impacto do câmbio seja heterogêneo entre os setores, as variações de fluxo de caixa provocadas pelo câmbio tiveram impacto significativo na rentabilidade das empresas analisadas. Pesou, neste sentido, o *timing* da desvalorização cambial em relação ao crescimento do passivo denominado em moeda estrangeira.

Gráfico 6
Participação dos financiamentos em moeda estrangeira no passivo total da
Indústria de Transformação – 2010-2015



Fonte: Elaboração própria com base na Economática.

Tomando o total da variação cambial e monetário sobre os fluxos de caixa e sobre o estoque da dívida pode-se observar o crescimento da magnitude dos efeitos cambiais sobre a situação de caixa das empresas. Do lado das margens de lucro, o peso da variação monetária e cambial líquida na receita operacional, de 2,1% em 2010 na indústria sem a Petrobrás e a Vale, o indicador subiu para 6,9% em 2015, contribuindo para a expressiva queda na rentabilidade líquida. Ainda que os efeitos sejam bem heterogêneos dentro da amostra – variando entre setores com ganhos significativos por conta do câmbio e setores com perdas acumuladas ao longo de todo período – no total as perdas foram crescentes ao longo do período. O que ressalta a importância do comportamento da taxa de câmbio em definir o desempenho das empresas não financeiras no pós-crise (ver Tabela 4).

De forma geral, pode-se dizer que um conjunto de fatores atuou diretamente na redução da rentabilidade das empresas analisadas. Como ressaltado anteriormente, a situação torna-se especialmente delicada levando em consideração as imperfeições no mercado financeiro brasileiro. A dependência em relação à acumulação interna de lucros como forma de financiamento cria uma relação estreita entre rentabilidade e capacidade de financiamento de novos investimentos pelo setor produtivo.

Tabela 4

Efeito Cambial e Variação Monetária: Indústria, Comércio e Serviços (em %) – 2010-2015

Macro-setores	Efeito Cambial/Variação Líquida de Caixa			Variação monetária e cambial líquida / receita operacionais			Efeito Cambial Total/Passivo Total		
	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015
Indústria	-8,5	39,2	54,4	1,3	3,5	7,0	0,5	2,3	6,9
Indústria sem Petrobrás	-6,1	76,2	83,3	1,8	4,3	8,9	0,9	2,8	7,4
Indústria sem Petrobrás e Vale	-5,7	55,4	85,1	2,1	5,0	6,9	1,1	3,5	7,2
Serviços	-0,9	0,7	21,9	4,6	5,6	9,1	2,0	2,4	4,5
Serviços sem energia	-0,5	2,6	41,5	5,0	7,1	13,8	2,3	3,0	6,3
Comércio	-1,9	0,3	77,1	1,7	1,5	1,3	1,8	2,0	4,1
Total	-6,5	19,7	49,1	2,3	3,9	7,1	1,1	2,3	5,9

Fonte: Elaboração própria com base na Econômica.

Quando tomada em conjunto com o contexto econômico recente, com baixo nível de utilização da capacidade instalada, retração da demanda interna e baixo dinamismo no mercado externo, a queda da rentabilidade se soma como um fator adicional importante no sentido de dificultar uma retomada rápida do investimento produtivo e, conseqüentemente, do crescimento econômico.

Nesse sentido, os dados apresentados revelam que a desvalorização cambial se, de um lado, ajuda na reconquista de mercados externos perdidos no período de valorização do real, de outro, impôs perdas financeiras às empresas mais expostas a dívidas em moeda estrangeira e/ou exigiram delas despesas crescentes com operações de hedge no mercado financeiro. Isto significa dizer que o patamar da taxa de câmbio não possui efeito unívoco em relação aos estímulos à indústria, e que no equacionamento do crescimento, o peso das despesas financeiras pode ter um papel, no curto-prazo, fundamental para a retomada da capacidade de investir do setor produtivo.

Ao lado deste movimento de perda da capacidade em arcar com os custos financeiros e dos impactos negativos das variações cambiais na rentabilidade líquida, a estrutura patrimonial das empresas não financeiras acusou importantes alterações ao longo do período, que ajudam a entender as estratégias das empresas em se defender em um quadro de progressivo aumento da incerteza na conjuntura macroeconômica, como veremos a seguir.

2.2 Estrutura Patrimonial e Endividamento

A composição do ativo das empresas não financeiras ao longo do período apresentou tendências distintas entre os setores de atividade. Nas empresas da Indústria a mudança patrimonial ativa se deu, sobretudo, no item que reflete as decisões de longo prazo das empresas em termos de investimentos produtivos (conta “imobilizado” do Balanço Patrimonial) e nas aquisições de “investimentos”, ou seja, compras ou aquisições de participações em outras empresas. Como tendência geral, no agregado da indústria sem a Petrobrás e a Vale, as empresas caminharam na direção de uma menor alocação de capitais em inversões de longo prazo, especialmente ativos imobilizados, e não abriram mão de manter um volume apreciável de aplicações financeiras e disponibilidades de caixa.

Nota-se dois períodos bem marcados, o primeiro entre 2010 e 2013, a participação dos ativos imobilizados no ativo total caiu de 31,8% para 27,3% (-4,5 pontos percentuais) e a soma das aplicações financeiras e o caixa em 2013 manteve-se em um patamar alto de 12,5% do ativo total com um volume de recursos da ordem de R\$ 106 bilhões. Na fase seguinte de aprofundamento da recessão, a estratégia das empresas não financeiras foi a de ampliar o caixa e volume de recursos aplicados no mercado financeiro, valores que atingiram R\$ 139 bilhões em 2015 (13,9% do ativo total, ver Tabela 5). A manutenção de elevado patamar de recursos disponíveis no ativo das empresas lhes assegura um rendimento garantido (em função de altas taxas de juros predominantes na economia doméstica) e um colchão amortecedor de liquidez que funcionava como uma espécie de “seguro” contra as frequentes reviravoltas da conjuntura macroeconômica e da política econômica.

Concomitantemente, o peso do imobilizado na composição do ativo permaneceu praticamente estabilizado (+0,1 pontos percentuais, entre 2013 e 2015) demonstrando a baixa propensão a investir das empresas não financeiras. A desvalorização do real pode ter ajudado segmentos exportadores impedindo uma retração mais pronunciada das aquisições de imobilizado. Entretanto, de modo geral o que prevaleceu foi uma tendência a não imobilização de capitais, exceto em alguns setores importantes, intensivos em escala, em que o cronograma de investimentos baseia-se em um horizonte de mais longo prazo.

A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise

Tabela 5
Distribuição de Ativos: Indústria, Comércio e Serviços (em %) – 2010-2015

Macro-setores	Aplicação Financeira			Caixa ou equiv. Caixa			Ativo Circulante (exceto caixa e aplicação financeira)			Imobilizado			Investimento			Outros		
	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015
Indústria	3,9	1,7	1,6	7,7	7,0	9,7	19,2	18,3	16,4	44,6	50,6	49,7	1,6	5,1	3,9	21,9	17,3	18,6
Indústria sem Petrobrás	3,3	2,1	2,5	8,8	8,3	8,8	24,8	23,6	22,3	38,8	37,1	36,1	1,5	7,0	5,5	22,7	21,8	24,7
Indústria sem Petrobrás e Vale	4,4	2,8	3,4	9,6	9,7	10,5	26,6	26,5	25,4	31,8	27,3	27,4	1,3	8,5	6,3	25,9	25,2	27,0
Serviços	2,9	3,0	2,5	7,5	6,6	6,2	12,0	13,9	15,2	25,9	22,3	19,9	4,4	9,5	8,8	47,8	44,8	47,5
Serviços sem energia	2,5	1,7	1,8	9,0	7,9	7,5	11,0	12,7	13,0	23,1	22,6	21,5	8,5	11,8	8,8	47,9	43,3	47,4
Comércio	6,5	5,5	4,6	9,8	13,7	14,0	42,1	32,8	28,2	14,9	14,9	12,8	0,6	1,2	1,0	27,7	31,9	39,4
Total	3,7	2,3	2,1	7,7	7,1	8,6	17,4	17,3	16,6	37,0	39,6	37,6	2,5	6,4	5,5	31,5	27,3	29,6

Fonte: Elaboração própria com base na Economatica.

Outra estratégia das empresas não financeiras diz respeito às compras ou aquisições de participações em outras companhias. Esta tendência pode indicar um movimento de concentração num contexto no qual os ativos ficaram baratos e de diversificação das atividades empresariais. As grandes empresas da Indústria ampliaram estes investimentos de forma expressiva entre 2010 e 2013. Neste período, o peso desse tipo de ativo na indústria sem Petrobrás e Vale aumentou de 1,3% para 8,3% como percentual do total. O contexto macroeconômico ainda propiciava a grande indústria acesso a financiamento de longo prazo dentro e fora do país (incluindo mercado de capitais) e, principalmente até 2012, as condições financeiras das empresas eram melhores, fatores que abriram possibilidade de ampliar os investimentos em novas empresas ou em coligadas. A deterioração do quadro econômico, que trouxe aperto no crédito direcionado às pessoas jurídicas no biênio 2014 e 2015 e a piora das condições financeiras das empresas, foram fatores que reduziram o ímpeto para este tipo de investimento nas estratégias das companhias não financeiras acompanhadas neste levantamento.

Embora a situação de liquidez das empresas não financeiras não tenha sofrido alteração nem tenha havido grandes esforços de investimento durante o período, o indicador de endividamento médio do conjunto de empresas manteve tendência constante de crescimento. Na Tabela 6, os indicadores gerais de endividamento – relação entre capital de terceiros e próprio e relação entre endividamento líquido e capital próprio – praticamente dobraram no período analisado. Embora não tenha havido grandes alterações em relação à estrutura de prazo do passivo, nota-se maior recurso à utilização de capital de terceiros

Entre 2010 e 2015 no agregado da indústria que exclui a Petrobrás e a Vale, a relação entre o capital de terceiros e capital próprio, passou de 1,3 para 1,9 e o endividamento líquido como proporção do patrimônio líquido subiu de 58,6% para 87,2% neste período. Este cenário se configurou através de uma conjunção de fatores. A queda da demanda agregada por conta da crise, a elevação das taxas de juros sobre empréstimos e um conjunto de fatores ligados à queda da rentabilidade das empresas não financeiras – como apresentado na seção anterior – contribuíram para o acréscimo do endividamento. Sobretudo em sistemas empresariais dependentes da retenção de lucros para o financiamento dos investimentos, a queda da rentabilidade das empresas pode ter implicado na maior necessidade de financiamento, tanto de curto, como de longo prazo, e contribuído para o aumento do comprometimento das receitas com as despesas financeiras.

Tabela 6
Indicadores de Endividamento: Indústria, Comércio e Serviços (em %) – 2010-2015

Macro-setores	Relação entre Capital de terceiros e Capital Próprio			Relação entre Endividamento líquido e Capital Próprio			Participação dos Empréstimos de Curto Prazo no total de Empréstimos			Participação dos recursos próprios		
	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015	2010	2013	2015
Indústria	1,0	1,3	2,0	40,8	61,0	107,3	17,8	15,7	16,3	50,8	44,3	33,0
Indústria sem Petrobrás	1,2	1,3	1,8	49,6	57,4	83,1	19,8	21,8	20,6	45,7	43,0	35,9
Indústria sem Petrobrás e Vale	1,3	1,5	1,9	58,9	66,3	88,1	20,9	25,2	23,9	43,1	40,0	34,4
Serviços	1,3	1,5	1,9	69,8	94,8	120,1	19,9	14,6	21,5	42,9	39,7	34,6
Serviços sem energia	1,4	1,5	1,6	74,1	93,6	106,4	22,6	14,0	23,2	40,8	39,9	37,9
Comércio	2,6	2,3	2,4	98,9	103,0	76,5	34,6	29,4	23,9	27,9	29,9	29,2

Fonte: Elaboração própria com base na Econômica.

Tomando os macro-setores em separado, as atividades industriais e as empresas de energia tiveram acréscimos mais significativos dos seus índices de endividamento. Mesmo desconsiderando Petrobrás, a indústria aumentou seu endividamento no período em cerca de 44% quando observada a relação entre capital de terceiros e capital próprio e em quase 50% quando observado o endividamento líquido, como demonstram os dados acima.

Quando observados os setores dentro da indústria, merece destaque aqueles setores que contribuíram acima da média geral para a elevação do grau de endividamento. Na indústria de transformação, papel e celulose, higiene e limpeza, química e metalurgia tiveram acréscimo do endividamento superior aos demais setores. Outros setores que apresentaram endividamento acima da média são ilustrativos da conjuntura do setor produtivo no atual momento: petróleo e gás, concessões públicas, construção pesada e transporte ferroviário. Como seria até certo ponto esperado, as atividades produtivas lideradas pela Petrobrás e por empresas geralmente controlados pelo conjunto de grandes construtoras apresentaram acréscimos do grau de endividamento acima do restante dos setores (ver Tabela 6 do Anexo Estatístico).

Em relação à maior participação de empréstimos de curto prazo no passivo, os setores da indústria de transformação que apresentaram acréscimo

do grau de endividamento acima da média também apresentaram uma elevação significativa na participação das obrigações de curto prazo no total do passivo. Outro fato relevante foi o aumento do endividamento de curto prazo nas indústrias leves, em especial têxtil, vestuário, calçados e eletroeletrônicos. Novamente, a situação em que as piores relativas são expressivas – no caso, crescimento médio em torno de 70% na participação das obrigações de curto prazo no passivo – ocorreu nas empresas ligadas à construção civil. No que se refere a composição do passivo de curto prazo, também se observou a ampliação da utilização do financiamento através de títulos – *commercial papers* – que praticamente dobrou sua participação como forma de financiamento de curto prazo das grandes empresas brasileiras.

Em suma, o crescimento do estoque das dívidas parece ter tido repercussão também na rentabilidade das empresas não financeiras através do aumento das despesas financeiras. Nesse sentido, a queda da rentabilidade do setor produtivo não se deveu primordialmente ao acréscimo dos custos de produção, mas também às mudanças relativas ao estoque de passivos – incluindo o efeito do câmbio sobre algumas dívidas em moeda estrangeira– e ao aumento do peso do custo dessas dívidas sobre as receitas operacionais.

Se a deterioração econômica e financeira é um fato, agora é importante avaliar como se deu a apropriação do valor adicionado gerado pelas empresas. Ou seja, quem ganhou ou perdeu na distribuição da riqueza produzida pelas maiores empresas industriais do país. A forma como ocorreu esta distribuição é um elemento importante para qualificar a capacidade de a economia reagir à crise econômica.

Se mais recursos permaneceram nas empresas, as decisões de novos investimentos se tornam mais viáveis. No caso dos bancos e do governo se apropriarem de parcela crescente do valor adicionado, a possibilidade de retomada da atividade passa a depender da qualidade do gasto público, por exemplo em infraestrutura, e das condições da oferta de crédito, menores taxas de juros e prazos dos empréstimos mais dilatados, às empresas não financeiras.

A distribuição do valor adicionado também reflete as tendências referentes ao comportamento dos fluxos de caixa durante o período. A fragilização financeira das empresas industriais, o aumento de suas despesas financeiras e o impacto das variações cambiais sobre seus passivos ficam evidenciados no aumento da participação das empresas financeiras na apropriação do valor adicionado nas atividades industriais durante o período. A

seção seguinte reúne um conjunto de informações relativas aos demonstrativos de valor adicionados das grandes empresas industriais brasileiras e uma análise mais detalhada sobre os fluxos de investimentos.

3 Distribuição do valor adicionado e investimentos das empresas industriais

Para a organização dos dados sobre distribuição do valor adicionado foram utilizados os Demonstrativos do Valor Adicionado (DVA), que compõe as informações contábeis das empresas, como a principal fonte de informações. Ele permite separar o valor adicionado líquido em: (i) Pessoal; (ii) Tributos; (iii) Bancos; (iv) Acionistas; (v) Lucros retidos. Estas informações mostram a remuneração dos fatores (salários e benefícios, juros, aluguéis, impostos e lucros) e se consubstanciam como renda em poder da sociedade, que retorna às empresas na forma de demanda por produtos e serviços e de novos empréstimos bancários. Adicionalmente foram coletadas as informações sobre a aquisição de ativos imobilizados no demonstrativo do fluxo de caixa com o objetivo de verificar a evolução dos investimentos das empresas industriais da amostra.

A tabulação dos indicadores econômicos se deu através da consulta aos dados contábeis publicados nos sites das empresas da amostra. As informações abrangeram 129 empresas do setor industrial com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e que apresentaram informações para todos os anos. O período analisado abarca os anos de 2013 a 2015.

A participação de 129 empresas de capital aberto do setor industrial em relação ao valor adicionado, aos impostos e as aquisições de ativos imobilizados contabilizados no PIB, dá a dimensão da importância destas companhias para a economia brasileira. Na média do período 2013 a 2015, o valor adicionado por este conjunto contribuiu anualmente com 8,4% da riqueza adicionada na economia, com 11,4% do investimento e com 20,5% dos impostos arrecadados pelo governo.

A evolução a cada ano desta participação mostrou que a grande empresa industrial tem um comportamento bastante pró-cíclico, ou seja, avança nos períodos de expansão econômica e se retrai nos períodos de retração: em 2015, a participação do valor adicionado, dos investimentos e dos impostos

deste conjunto de empresas no PIB caiu, respectivamente para 8,2%, 10,5% e 18,1%.

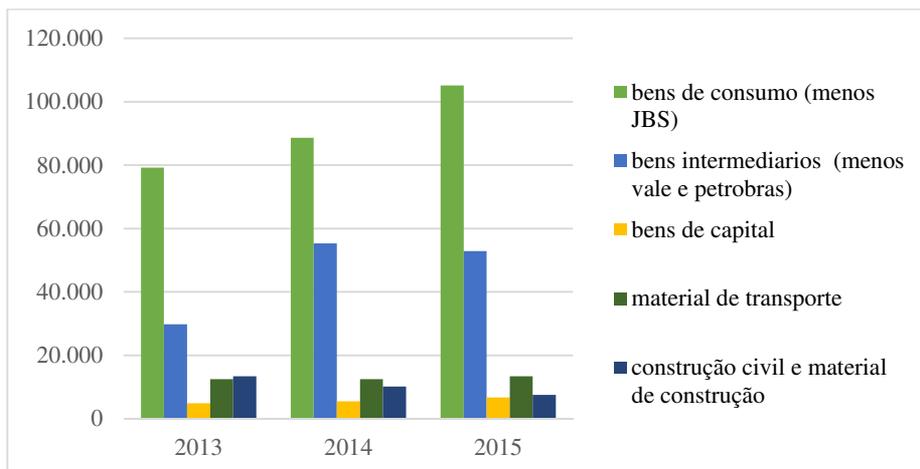
Para facilitar a exposição, as empresas foram reagrupadas por categoria de uso (bens de consumo, bens intermediários e bens de capital). No caso de bens de consumo, optou-se por apresentar o conjunto de empresas, excluída a JBS, devido ao seu peso dentro desta categoria. Dois setores foram reagregados: (i) material de transporte (indústria de autopeças, carrocerias e equipamentos aeroespaciais); (ii) Construção Civil e Material de Construção (construção civil e incorporação e minerais não metálicos).

No período que marca a desaceleração recente da economia brasileira, a distribuição do valor adicionado tem a capacidade de demonstrar, de um lado, como estão sendo repartidos setorialmente os efeitos da crise econômica e, de outro, como a riqueza gerada na indústria está sendo apropriada pelos principais agentes econômicos. Entre 2013 e 2015, o valor adicionado total das empresas da amostra permaneceu praticamente estagnado em termos nominais, na faixa de R\$ 400 bilhões com pouca variação anual. O ano de 2015 foi o de maior valor com R\$ 417 bilhões e o de menor foi 2014 com R\$ 391 bilhões.

Em relação os efeitos setoriais da crise, os bens de consumo e bens intermediários apresentaram crescimento do valor adicionado total, especialmente em 2014 no caso de bens intermediários, enquanto praticamente todos demais setores estagnaram durante o período. Notou-se retração nominal significativa do valor adicionado gerado nas atividades ligadas à construção civil, mineração e siderurgia.

Ainda que de forma tímida, pode-se dizer que ocorreu expansão nominal no valor adicionado de modo generalizado nos bens de consumo não duráveis e semiduráveis. Vale lembrar que como esses bens são em geral de baixa elasticidade-renda, também são menos suscetíveis a oscilações da demanda. No caso dos bens intermediários, atividades importantes como papel e celulose apresentaram um pequeno acréscimo nominal do valor adicionado, porém é representativo da conjuntura econômica que o valor adicionado nas indústrias de bens intermediários e bens de capital – cujo crescimento depende em grande medida do comportamento da demanda industrial – tenham sofrido retração em termos reais no último ano (ver Gráfico 7).

Gráfico 7
Evolução do Valor Adicionado Total (mil reais) – 2013-2015

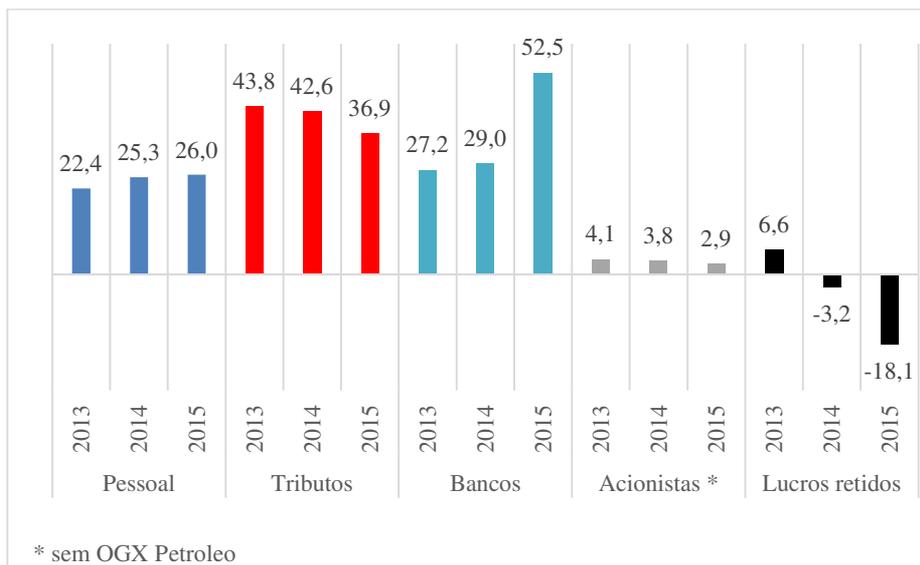


Fonte: Elaboração própria com base nos Demonstrativos de Valor Adicionado.

No caso dos setores que apresentaram maiores retrações, petróleo e gás, construção civil, mineração e siderurgia, o que preocupa são as perdas concentradas em setores intensivos em capital, com grande efeito indutor sobre o restante do investimento do setor privado. Esses setores também concentram um conjunto importante de grandes empresas nacionais, e como será discutido adiante, a evolução da distribuição do valor adicionado nesses casos demonstra uma significativa transferência de renda para o setor financeiro.

Do ponto de vista da distribuição entre os agentes econômicos, o governo se apropriou da maior parcela do valor adicionado pelo conjunto da indústria. Entre 2013 e 2015, a sua participação foi em média de 41,0% do total (ver Gráfico 8). Isto significou um volume de tributos da ordem de R\$ 499 bilhões no acumulado do período. Os bancos e os empregados receberam, respectivamente, R\$ 443 bilhões e R\$ 297 bilhões. Este padrão de distribuição reflete a extraordinária concentração da arrecadação de impostos na Petrobrás. Neste período, a empresa acumulou R\$ 319 bilhões direcionados a tributos.

Gráfico 8
 Indústria Total: Composição do Valor Adicionado 2013-2015

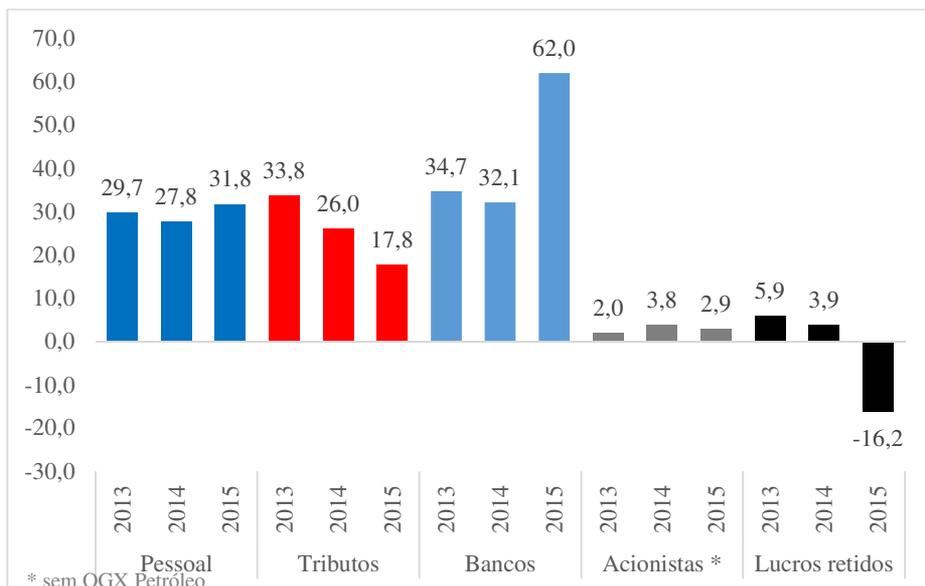


Fonte: Elaboração própria com base nos Demonstrativos de Valor Adicionado.

No agregado da indústria sem a Petrobrás, o peso dos tributos na repartição do valor adicionado foi menor, 25,5% na média entre 2013 e 2015 e R\$ 181 bilhões em termos de volume de recursos. Todavia, em 2013, ano de expansão econômica, a indústria destinou R\$ 72,5 bilhões para tributos (33,8% do total), acima dos montantes destinados ao pagamento de pessoal (29,7%) e muito próximo ao valor distribuído aos bancos (34,7%). A recessão minou a capacidade de as empresas industriais gerarem impostos e, em 2015, o valor adicionado destinado aos tributos caiu para R\$ 43,9 bilhões e isto significou 17,8% do total (ver Gráfico 9).

A evolução da participação do governo no valor adicionado via impostos, como era de se esperar, declinou ao longo do período acompanhando o nível de atividade da economia brasileira. Como a rentabilidade das empresas industriais se retraiu, o pagamento de tributos relacionados ao faturamento das empresas seguiu esta tendência ao longo dos três últimos anos.

Gráfico 9
Indústria Total (excluída a Petrobrás, Vale e JBS):
Composição do Valor Adicionado 2013-2015



Fonte: Elaboração própria com base nos Demonstrativos de Valor Adicionado.

O segundo fato a ser destacado refere-se ao aumento da participação da remuneração do capital de terceiros. As despesas com juros e outros serviços financeiros somadas aos efeitos cambiais sobre os passivos cresceram de forma expressiva em quase todos os setores analisados. De uma média entre 2013 e 2014 na faixa de 28,0% de valor adicionado destinado aos bancos, em 2015 o montante atingiu R\$ 218,8 bilhões para o total da indústria (52,5% do total). Excluída a Petrobrás, a participação do sistema financeiro na apropriação do valor adicionado pela indústria é superior em todos os anos atingindo 62,0% em 2015 (R\$ 153 bilhões).

Este evento merece especial atenção devido ao fato de que os setores em que a participação das despesas financeiras no valor adicionado foi notadamente alta são justamente os setores que concentram parte relevante dos investimentos da indústria brasileira. O acréscimo foi expressivo sobretudo nos setores de mineração, papel e celulose, siderurgia, metalurgia, construção civil e na indústria têxtil, em todos esses casos a participação das despesas financeiras ultrapassou os 60% de participação no valor adicionado distribuído. Levando em consideração os dados apresentados nas seções anteriores, o aumento da participação da remuneração do capital de terceiros é condizente

com o aumento contínuo do grau de endividamento das empresas financeiras no período posterior à crise de 2008.

As grandes mudanças na distribuição do valor adicionado ficaram, assim, por conta da relação entre a remuneração de capital de terceiros e os lucros retidos. Em 2013, o conjunto de empresas industriais (excluída a Petrobrás) reteve R\$ 12,7 bilhões, 5,9% do valor adicionado na forma de lucros. Vários setores apresentaram lucros retidos. Naquele momento, vários outros setores conseguiram se apropriar de parcela do valor adicionado, tais como: Construção civil, Química, Alimentos, Siderurgia, Material de Transporte. Material Aeronáutico, Máquinas e Equipamentos.

Em 2015, nota-se expressiva redução dos lucros retidos sendo que no total da indústria o indicador passou a ser negativo (-18,1% como percentual do total do valor adicionado). Este resultado deveu-se exclusivamente a perda contabilizada na Vale da ordem de R\$ 40 bilhões. Excluindo-se este valor, as empresas acumularam R\$ 4,1 bilhões de lucros retidos com queda nominal de 56,5% em relação a 2014².

Em relação às demais formas de repartição, verifica-se que houve um pequeno acréscimo com o gasto com pessoal e queda dos montantes de tributos e da distribuição de dividendos³. Logo, pode-se afirmar que o ajuste basicamente foi feito em cima da capacidade das empresas em reterem lucros para reinvestimentos.

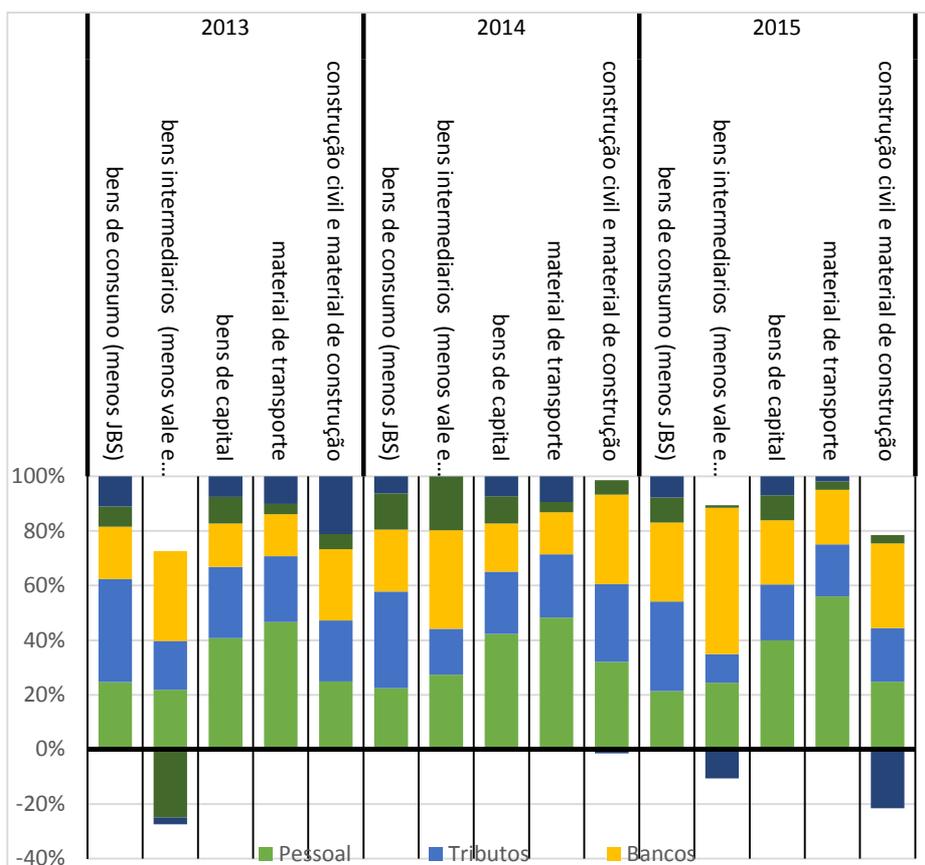
Como cabe notar, a manutenção do pagamento de dividendos se restringiu a algumas grandes empresas, que impediram de haver uma redução ainda maior nos valores pagos, a tônica do período foi o acúmulo de resultados negativos em relação à remuneração do capital próprio. Os dados relativos aos fluxos de caixa também demonstram que em um conjunto de casos houve inclusive processos de recapitalização de empresas por parte dos controladores, especialmente em 2015. Esses dados mostram a presente dificuldade das grandes empresas nacionais em conseguirem reduzir o grau de alavancagem dada a conjuntura econômica.

(2) Em 2015, alguns segmentos que haviam retido lucros no biênio 2013-2014 passaram a incorporar prejuízos nos seus balanços em 2015: Siderurgia (-6,8 bilhões); Construção Civil (-R\$ 2,8 bilhões); Papel e Celulose (-1,6 bilhões); Têxtil (-R\$ 301 milhões) e vestuários (-R\$ 202 milhões).

(3) Nas agregações do valor adicionado distribuído aos acionistas (Gráficos 7 e 8), a OGX Petróleo foi excluída na medida em que ocorreu um prejuízo aos acionistas da ordem de R\$ 16 bilhões em 2013 e uma distribuição de R\$ 9,9 bilhões em 2014.

O crescimento da participação com gasto com pessoal concentrou-se nos setores de material de transporte, tendo se mantido estável em praticamente todos os demais setores, como está apresentado no gráfico abaixo. De modo geral, o gasto com pessoal apresentou um pequeno acréscimo em 2014 e recuou com o aumento da crise econômica em 2015, tendo, portanto, permanecido estável em quase todos os setores analisados. Da mesma forma, o pagamento de dividendos também recuou, seguindo a relação entre menores lucros, menores dividendos, ainda que com certa rigidez em relação à queda dos lucros.

Gráfico 10
Evolução da Composição do Valor Adicionado por Setores 2013-2015



Fonte: Elaboração própria com base nos Demonstrativos de Valor Adicionado.

No tocante ao fluxo de investimento, a taxa de investimento global da economia brasileira caiu ininterruptamente desde o 3º trimestre de 2013, de

20,6% do PIB para 16,8% no 4º trimestre de 2015, segundo as contas nacionais. A perda da confiança empresarial e a forte deterioração das contas públicas, aliada a uma política monetária contracionista, retraiu a oferta e a demanda de crédito na economia, fatores que moldaram um ambiente econômico extremamente desfavorável às decisões de imobilizar capital na produção. Fragilizadas financeiramente, as empresas passaram, neste contexto, a enfrentar uma forte redução da demanda doméstica, sendo seguida pelo aumento do desemprego e a maior inflação que reduziu os rendimentos reais da população. O único vetor positivo do ponto de vista da competitividade dos produtos brasileiros foi a desvalorização do real ocorrida em 2015.

Entretanto, a transferência de parte do valor adicionado para o setor financeiro devido ao impacto da variação cambial demonstra que a desvalorização do real não pode ser tomada como um dado inequivocamente positivo para todo o conjunto da indústria. No caso de empresas industriais que acumularam passivos em moeda estrangeira, a desvalorização cambial contribuiu para sua fragilização financeira. Nesse sentido, pode-se dizer que para o conjunto da indústria, os efeitos da desvalorização cambial – sobretudo sobre a rentabilidade da atividade industrial – foram contraditórios.

A trajetória das aquisições de ativos imobilizados das grandes empresas industriais no período entre 2013 e 2015 refletiu este cenário e os efeitos da Operação Lava-Jato na Petrobrás. No agregado das 129 empresas, nota-se que o investimento em termos reais praticamente estagnou entre 2013 e 2015 (ver Tabela 7). Este resultado deveu-se em grande parte a interrupção dos planos de investimentos da Petrobrás.

Os efeitos da Operação Lava-jato combinados com a retração dos preços do petróleo impactaram a Petrobrás. Os investimentos da empresa caíram 50,5% em termos nominais para 2015 na comparação com 2014 (menos R\$ 43 bilhões de imobilização de capital). Este desempenho reduziu o investimento do conjunto total da amostra em cerca de 23% em termos reais. Já no caso da companhia Vale, os investimentos se mantiveram na faixa de R\$ 21 bilhões, praticamente constantes em termos nominais, ao longo dos três anos em foco.

A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise

Tabela 7
Volume de Investimentos da Indústria (milhões de Reais a preços de 2015) – 2013-2015

	Nº de empresas	2013	2014	2015	Variação % anual		
					2014 / 2013	2015 / 2014	2015 / 2013
Indústria	129	147.700	145.059	112.782	-1,8%	-22,3%	-23,6%
Indústria (menos Petrobrás)	128	61.289	54.390	70.564	-11,3%	29,7%	15,1%
Indústria (menos Petrobrás e Vale)	127	37.051	30.596	50.448	-17,4%	64,9%	36,2%
Indústria (menos Petrobrás, Vale e JBS)	126	35.093	26.798	34.588	-23,6%	29,1%	-1,4%
Indústria (menos Petrobrás, Vale, JBS, Siderurgia e Papel e Celulose) ¹	121	27.493	22.375	19.491	-18,6%	-12,9%	-29,1%
Bens de consumo (menos JBS)	36	11.310	10.709	10.751	-5,3%	0,4%	-4,9%
Bens intermediários (menos Petrobrás, Vale, Siderurgia e Papel e Celulose)	49	11.734	7.945	5.768	-32,3%	-27,4%	-50,8%
Bens de capital	7	367	535	535	45,8%	-0,1%	45,6%
Material de transporte	10	2.321	1.645	1.997	-29,1%	21,4%	-14,0%
Construção civil e material de construção	24	1.761	1.541	440	-12,5%	-71,4%	-75,0%

Nota: Além da Petrobrás, Vale e JBS, seis empresas foram excluídas desta agregação: Gerdau, CSN, Usiminas, Fibria, Suzano, Klabin.

Fonte: Elaboração própria com base nos Demonstrativos de Valor Adicionado.

Os efeitos da Operação Lava-jato combinados com a retração dos preços do petróleo impactaram a Petrobrás. Os investimentos da empresa caíram 50,5% em termos nominais para 2015 na comparação com 2014 (menos R\$ 43 bilhões de imobilização de capital). Este desempenho reduziu o investimento do conjunto total da amostra em cerca de 23% em termos reais. Já no caso da companhia Vale, os investimentos se mantiveram na faixa de R\$ 21 bilhões, praticamente constantes em termos nominais, ao longo dos três anos em foco.

As informações do fluxo de caixa das empresas em relação aos investimentos mostram que os setores onde predominam empresas que operam tanto no mercado doméstico, como em commodities, especialmente Alimentos, Papel e Celulose e Siderurgia, mantiveram os planos de investimentos em 2015, estimulados pela desvalorização do real e pela estabilização dos preços no mercado internacional. Para o conjunto da indústria, excluídas a Petrobrás e a Vale, nota-se forte crescimento das aquisições de ativos imobilizados nestes setores, da ordem de 64,9%, entre 2014 e 2015, e de 36,2% no período como um todo, em termos reais. No setor de alimentos, a destaque foi a JBS com investimentos na compra de ativos da ordem de R\$ 15,5 bilhões em 2015, R\$ 12,2 bilhões acima do patamar observado em 2014. A empresa manteve a sua estratégia de internacionalização e liderança no mercado mundial de alimentos⁴.

Nos setores de Papel e Celulose e de Siderurgia, os investimentos também subiram de forma expressiva entre 2014 e 2015, de R\$ 4,1 bilhões para R\$ 15,1 bilhões⁵. As decisões e a maturação das inversões em empresas intensivas em capital são de maior prazo e na maioria das vezes necessitam de operações de crédito com elevada participação de financiamento externo.

(4) Em 2015, a JBS adquiriu no exterior o controle das seguintes empresas: (i) aquisição da totalidade das operações globais do Grupo Primo Smallgoods na Austrália por AU\$1.450 milhões; (ii) compra das operações Mexicanas da Tyson Foods Inc (“Tyson”) pela Pilgrim’s Pride Corporation (“PPC”), cujo acionista majoritário é a JBS USA Holdings no valor de US\$ 400 milhões; (iii) por meio de sua controlada indireta, Swift Pork Company, celebrou um Contrato de Compra de Ativos com a Cargill Meat Solutions Corporation (“Cargill Meat”) no valor de US\$ 1,45 bilhões; (iv) aquisição da participação da Marfrig Global Foods S.A. (“Marfrig”) no Moy Park Holdings Europe Ltd por US\$ 1,5 bilhões.

(5) Soma de ativos imobilizados de seis empresas: CSN, Gerdau, Usiminas, Klabin, Suzano e Fibria, sendo que o volume mais expressivo em 2015 ocorreu nas seguintes companhias: Klabin (R\$ 4,6 bilhões); Fibria (R\$ 3,3 bilhões) e CSN (R\$ 4,3 bilhões).

A recessão doméstica atingiu estes segmentos na fase de finalização dos investimentos e a desvalorização cambial, de um lado, ajudou a recompor a receita operacional, mas, de outro, também afetou negativamente o balanço financeiro devido ao seu impacto negativo no estoque das dívidas e nas despesas financeiras. O setor de Papel e Celulose ainda conseguiu ampliar a lucratividade operacional em 2015, dado a fase ascendente do mercado internacional. Já, o setor Siderúrgico amargou prejuízos operacionais, na medida em que há excesso de capacidade instalada de produção de aço na economia mundial.

Se somarmos os ativos imobilizados das empresas do setor Siderúrgico e do setor de Pape e Celulose com a Petrobrás e a companhia Vale do Rio Doce, nota-se o elevado grau de concentração dos investimentos nas grandes empresas industriais no Brasil. Este pequeno conjunto de oito empresas participaram, em 2015 com 82,7%, da aquisição de ativos imobilizados das 129 empresas de capital aberto no país⁶.

Excluídas estas empresas, 121 companhias industriais adquiriram ativos imobilizados da ordem de R\$ 24,4 bilhões em 2013. De lá para cá, este montante diminuiu para R\$ 21 bilhões em 2014 e para R\$ 19,5 bilhões em 2015, somando uma queda nominal de cerca de 20% no período. Dentre as categorias de uso, o pior desempenho se localizou em bens intermediários com retração real de aproximadamente 50% entre 2013 e 2015 no agregado sem as empresas dos setores siderúrgico, papel e celulose, a Petrobrás e a Vale.

No caso de bens de consumo (excluída a JBS) nota-se estabilidade no investimento médio anual na faixa de R\$ 10,3 bilhões. Uma empresa líder mundial, a Ambev, definiu o resultado devido a expansão do seu investimento, de R\$ 3,8 bilhões em 2013, para R\$ 5,2 bilhões em 2015. O volume de investimentos no setor de bens de capital é o menor na amostra com R\$ 535 milhões em 2015. A expansão de 64,1% em termos nominais neste segmento é explicada exclusivamente pela evolução da Weg, cuja aquisição de ativos imobilizados quase dobrou no período.

O setor de construção civil e material de construção apresentou o pior resultado dentre os destaques setoriais, com retração real de 75% entre 2013 e

(6) Cabe ressaltar que a grande maioria das multinacionais que operam no Brasil não disponibilizam balanços patrimoniais no país e, assim, não estão na amostra de empresas da pesquisa, o que ajuda a explicar o elevado grau de concentração do investimento em poucas empresas.

2015 e diminuição das aquisições de ativos imobilizados de R\$ 1,6 bilhão para R\$ 440 milhões. Em relação ao setor de material de transporte, os investimentos apresentaram dois momentos: uma fase de redução em 2014 (-29,1%) seguida de um crescimento de 21,4% em 2015, o que manteve praticamente inalterado o volume de inversão na faixa de R\$ 2,0 bilhões, valor bem próximo do observado em 2013.

De modo geral, os resultados demonstram que houve uma expansão dos investimentos em setores que geralmente concentram uma participação importante dos investimentos industriais no Brasil – papel e celulose, siderurgia e petróleo inicialmente – enquanto, de modo geral, as indústrias menos intensivas em capital reduziram o ritmo de investimento. Com a interrupção dos fluxos de investimento da Petrobrás, e seus impactos sobre toda a cadeia produtiva relacionada às atividades de petróleo e gás, a retomada dos investimentos em outros setores da indústria pesada passa a ser um fator de grande importância para a recuperação da atividade econômica.

Entretanto, a retração da demanda interna e a redução das projeções de crescimento da economia mundial criaram uma conjuntura adversa para o conjunto das empresas que ampliaram seus planos de investimento. A conjunção do aumento do endividamento com a queda da rentabilidade resultou na crescente participação das despesas financeiras na distribuição do valor adicionado e no acúmulo de resultados negativos durante 2015.

A próxima seção procura construir um índice para a análise da evolução da situação de fragilização financeira das empresas não financeiras de capital aberto durante o período entre 2010 e 2015. Nesse sentido, o texto procura contribuir para a construção de um índice quantitativo sobre a deterioração do equilíbrio econômico-financeiro das empresas nacionais durante a crise recente.

4 Um índice miskiano de fragilização financeira para as empresas não financeiras

A análise do equilíbrio econômico-financeiro das empresas não financeiras no Brasil será feita pela adaptação do índice proposto por Dreissen (1985)⁷, incorporando os efeitos das receitas financeiras e dos ganhos e perdas provocados por variações cambiais. O índice baseia-se na razão entre os fluxos

(7) Aplicações anteriores do índice proposto por Dreissen encontram-se no próprio trabalho do autor, Dreissen (1985), e em Bacic (1990).

financeiros líquidos e as receitas operacionais das empresas, ponderados pelos estoques de ativos e passivos. Deste modo, seguindo a terminologia dos trabalhos de H. Minsky (1982; 1986), as empresas podem estar em três intervalos distintos: *Ponzi*, quando o valor do índice é superior a 1; *Hedge*, quando o valor do índice está entre 1 e 0; e *Speculative*, quando o valor do índice é negativo.

Quando a empresa encontra-se em situação *Ponzi*, as despesas financeiras líquidas superam as receitas. No caso *Hedge*, a empresa obtém receitas para cobrir as despesas financeiras e as amortizações das dívidas. A situação *Speculative*, apesar da referência a terminologia de Minsky, é utilizada de forma distinta. Os valores negativos expressam uma situação em que a empresa está obtendo receitas financeiras superiores ao conjunto de despesas financeiras e amortizações. Logo, adota-se o termo *Speculative* para expressar a situação em que as receitas financeiras sobrepõem-se ao volume de despesas financeiras.

Deste modo;

$$F = \frac{G}{S} ;$$

$$G = \frac{\text{amortizações} + (\text{despesas financeiras totais} - \text{receitas financeiras totais}) + \text{variações cambiais}}{\text{Passivo Total}}$$

$$S = \left(\frac{\text{Receita Operacional}}{\text{Ativo Total}} \right) * \left(\frac{1+e}{e} \right) ; e: [\text{grau de endividamento}] = \left(\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}} \right)$$

Sendo:

F ≥ 1 : “Ponzi”

0 ≤ F < 1 : “Hedge”

F < 0 : “Speculative” ; assumindo nesse caso que “Speculative” se refere a uma posição em que as receitas financeiras e efeitos cambiais superam as despesas financeiras, no caso em que F < -1, as receitas financeiras superam inclusive as receitas operacionais ponderadas; definindo uma posição em que a empresa está apoiada em receitas financeiras.

A disponibilidade de dados para o conjunto de anos do período permitiu analisar o total de 265 empresas de capital aberto, que foram divididas entre as atividades de agropecuária, comércio, indústria e serviços (exceto financeiros). No caso das empresas industriais, estas ainda foram reagrupadas em setores específicos para a análise do comportamento do índice.

Foram compostos conjuntos de informações referentes ao número de empresas em cada situação financeira – *Ponzi*, *Hedge* e *Speculative* – e à evolução do índice F, em termos de sua média, média interna (eliminado 2% dos dados mais discrepantes) e a sua mediana. Nos dados agregados predomina a situação *Hedge*, embora o número de empresas *Ponzi* tenha crescido consideravelmente dentro da amostra ao longo do período. Na média conjunta de todas as empresas, o índice F passou de *Hedge* para *Ponzi* em 2012 e 2015, embora na média interna o índice tenha permanecido *Hedge*. Ainda assim, descontados os dados mais discrepantes, o índice elevou-se significativamente, sobretudo no ano de 2015, do mesmo modo que a mediana (ver Tabela 8).

Tabela 8

Total da amostra - Situação Financeira e Índice de Fragilização Financeira – 201-2015

Situação Financeira	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	228	224	227	227	227	219
ESPECULATIVE	28	29	24	21	26	29
PONZI	9	12	14	17	12	17
TOTAL	265	265	265	265	265	265
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,409	0,954	1,169	0,657	0,498	1,745
Média Interna	0,154	0,182	0,224	0,261	0,202	0,409
Mediana	0,066	0,071	0,065	0,079	0,083	0,104

Fonte: Elaboração própria com base na Econômica.

Quando observada a evolução do índice para as atividades econômicas em separado, percebe-se como o processo de fragilização financeira concentrou-se nas empresas industriais da amostra. A indústria apresentou a maior elevação no número de empresas *Ponzi* e os valores mais

altos do índice F para o conjunto de atividades. Entre as empresas industriais também se observou os valores mais extremos para o índice.

A indústria, portanto, concentrou o processo de fragilização financeira no período analisado, conforme os indicadores de desempenho discutidos já haviam sugerido. Este quadro revela uma situação em que um conjunto de fatores contribuiu para o acréscimo do grau de endividamento e das despesas financeiras de um modo geral, em um momento de retração das receitas e acirramento da concorrência internacional entre bens manufaturados.

Ao lado das empresas industriais, as empresas de serviços agrupadas na amostra – basicamente utilidades públicas e transporte, já que se optou por agrupar as empresas de construção civil com as de material de construção na análise – demonstraram desempenho semelhante. Tanto o número de empresas em situação *Ponzi* como a evolução dos valores do índice F comportaram-se de modo semelhante ao que foi observado no setor industrial (ver Tabela 9).

Tabela 9
Situação Financeira e Índice de Fragilização Financeira:
Agropecuária, Indústria, Comércio e Serviços – 2010-2015

Agropecuária	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	4	4	4	3	3	3
ESPECULATIVE	0	0	0	1	1	1
PONZI	0	0	0	0	0	0
TOTAL	4	4	4	4	4	4
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,205	0,218	0,235	0,175	0,117	0,026
Média Interna	0,205	0,218	0,235	0,175	0,117	0,026
Mediana	0,207	0,193	0,180	0,108	0,119	0,117
Comércio	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	15	15	15	15	14	14
ESPECULATIVE	2	2	2	2	3	3
PONZI	1	1	1	1	1	1
TOTAL	18	18	18	18	18	18
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,109	0,126	0,113	0,109	0,152	0,137
Média Interna	0,109	0,126	0,113	0,109	0,152	0,137
Mediana	0,025	0,026	0,024	0,027	0,030	0,032

Continua...

Tabela 9 – Continuação

Indústria	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	92	89	94	96	96	88
ESPECULATIVE	18	17	11	7	11	16
PONZI	2	6	7	9	5	8
TOTAL	112	112	112	112	112	112
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,130	0,390	1,279	0,664	0,500	3,398
Média Interna	0,111	0,205	0,295	0,324	0,200	0,687
Mediana	0,063	0,052	0,061	0,071	0,083	0,107
Serviços	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	117	116	114	113	114	114
ESPECULATIVE	8	10	11	11	11	9
PONZI	6	5	6	7	6	8
TOTAL	131	131	131	131	131	131
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,695	1,572	1,249	0,741	0,555	0,606
Média Interna	0,207	0,170	0,177	0,231	0,214	0,274
Mediana	0,079	0,093	0,085	0,097	0,099	0,120

Fonte: Elaboração própria com base na Econômica.

De modo geral, pelos dados percebe-se que a piora do índice foi um processo estendido ao conjunto de atividades. Apesar de se poder afirmar que nenhum setor se encontra plenamente Ponzi, pode-se afirmar também que de forma ampla o equilíbrio financeiro das empresas de capital aberto piorou consideravelmente durante os anos analisados. Outro fato digno de nota é que das empresas da amostra algo em torno de 10% na média do período mantiveram-se obtendo receitas financeiras superiores às despesas financeiras e amortizações.

Entre os setores industriais, pode-se confirmar o que foi dito nas seções anteriores sobre a situação da indústria de bens intermediários. O setor de bens intermediários concentra o maior número de empresas Ponzi na indústria e apresentou um crescimento significativo no valor do índice proposto (ver Tabela 10). O crescimento do grau de endividamento das empresas de insumos intermediários acompanhado da forte retração da demanda doméstica empurrou um grupo considerável de empresas do setor para uma situação de fragilização financeira crítica.

A análise também demonstrou que as empresas de construção civil e material de construção apresentam, entre todos os setores, um perfil mais “financeirizado”. O setor de construção concentra o maior número de empresas com receitas financeiras de grande volume, tendo o índice F ficado negativo para os primeiros anos. O comportamento do índice é marcado pelo perfil das grandes construtoras de capital aberto, sobretudo para o ano de 2010 e 2011, essas empresas obtiveram lucros financeiros significativos.

Tabela 10
Situação Financeira e Índice de Fragilização Financeira:
Agropecuária, Indústria, Comércio e Serviços – 2010-2015

Bens de Capital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	5	5	5	5	5	5
ESPECULATIVE	0	0	0	0	0	0
PONZI	0	0	0	0	0	0
TOTAL	5	5	5	5	5	5
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,035	0,058	0,061	0,069	0,097	0,116
Mediana	0,014	0,073	0,057	0,073	0,057	0,087
Bens Não Duráveis e Semi-Duráveis	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	32	29	30	30	31	32
ESPECULATIVE	2	3	2	1	2	1
PONZI	0	2	2	3	1	1
TOTAL	34	34	34	34	34	34
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,109	0,741	0,554	0,566	0,156	0,204
Mediana	0,087	0,059	0,060	0,069	0,082	0,107
Bens de Consumo Duráveis	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	8	7	6	7	7	5
ESPECULATIVE	1	2	3	1	1	3
PONZI	0	0	0	1	1	1
TOTAL	9	9	9	9	9	9
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,110	0,065	0,120	0,288	0,285	33,960
Mediana	0,086	0,051	0,044	0,097	0,119	0,052

Continua...

Tabela 10 – Continuação

Bens Intermediários	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	21	20	20	20	22	19
ESPECULATIVE	3	3	2	1	1	2
PONZI	1	2	3	4	2	4
TOTAL	25	25	25	25	25	25
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,254	0,294	0,328	0,405	0,381	0,431
Mediana	0,091	0,107	0,116	0,134	0,135	0,157
Construção e Material de Construção	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	12	16	20	20	16	13
ESPECULATIVE	11	7	3	3	7	9
PONZI	0	0	0	0	0	1
TOTAL	23	23	23	23	23	23
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	-0,007	-0,015	0,036	0,038	0,053	0,088
Mediana	0,004	0,023	0,023	0,021	0,021	0,019
Indústria Extrativa	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	5	4	5	6	7	6
ESPECULATIVE	1	2	1	1	0	1
PONZI	1	1	1	0	0	0
TOTAL	7	7	7	7	7	7
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,391	0,529	0,262	0,185	0,213	0,234
Mediana	0,056	0,089	0,102	0,116	0,153	0,161
Material de Transporte	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HEDGE	9	8	8	8	8	8
ESPECULATIVE	0	0	0	0	0	0
PONZI	0	1	1	1	1	1
TOTAL	9	9	9	9	9	9
Índice F	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,085	0,772	12,464	4,433	3,940	5,881
Mediana	0,045	0,059	0,096	0,141	0,089	0,181

Fonte: Elaboração própria com base na Econômica.

O comportamento do índice também demonstra que dois anos foram particularmente problemáticos para a situação financeira das empresas

analisadas, 2013 e 2015. De modo geral, a situação financeira das empresas começa a piorar a partir de 2012, ano que coincide com a redução dos indicadores de rentabilidade e o início da elevação da taxa de câmbio. O processo ganha mais força em 2013 e, aparentemente, as medidas implementadas pelo Governo Federal em 2014 não foram inócuas pelo menos no sentido de segurar a queda da lucratividade das grandes empresas. Em 2015, o processo de fragilização financeira ganha mais força novamente com a retração da demanda doméstica.

5 Considerações finais

Os dados mostram que a crise que atinge a indústria brasileira, ainda que venha se arrastando por vários anos, no período recente adquiriu um contorno específico que parece ir além de uma mera crise de confiança. O grau de alavancagem das empresas não financeiras cresceu de forma significativa nos últimos anos, e sobretudo nos setores intensivos em capital, que possuem ciclos de investimentos mais longos, a interrupção dos investimentos públicos e das empresas estatais, aliado a ajustes nos campos fiscal e monetário, afetou significativamente a capacidade de gerar receita destas atividades industriais.

Os indicadores de rentabilidade e endividamento demonstraram que o pós-crise foi marcado pela interrupção de um ciclo de alta rentabilidade das grandes empresas brasileiras e o início de um período de menores taxas de lucro e crescimento do endividamento. Embora tenha havido também queda nas taxas de lucro operacionais, houve uma maior participação do crescimento das despesas financeiras na definição da trajetória de rentabilidade descendentes nos anos posteriores a crise financeira internacional.

A distribuição do valor adicionado mostrou que o governo na fase de expansão da economia, em 2013, absorveu parcela significativa da riqueza gerada pelas empresas industriais, acima do pagamento de salários e próximo aos valores direcionados ao sistema financeiro. No biênio seguinte, a participação dos tributos caiu em linha com a redução da atividade industrial. Por outro lado, o forte crescimento da participação dos bancos na apropriação do valor adicionado demonstra que muitos setores estruturaram dívidas interna e externas, na montagem de investimentos de longa maturação e foram afetados por uma conjuntura adversa, que combinou desvalorização cambial em 2015, recessão doméstica e baixo crescimento da economia mundial.

A evolução dos indicadores selecionados neste trabalho demonstrou que a deterioração do equilíbrio financeiro das empresas não financeiras de capital aberto, embora seja um processo generalizado, é concentrado em alguns setores em que os efeitos negativos da desvalorização cambial sobre o total da dívida seguidos da interrupção dos investimentos da Petrobrás e pela redução da demanda interna foram mais pronunciados. Apesar de que possivelmente a crise tenha tido um epicentro em setores industriais específicos, especialmente no ano de 2015, a piora da situação financeiras das grandes empresas tornou-se generalizada

De modo geral, a maioria das empresas mantiveram-se em uma situação financeira de *hedge*, isto é, com receitas operacionais sendo suficientes para honrar as despesas financeiras e as amortizações das dívidas ao longo do período. O ano de 2015 foi muito duro para as empresas, que passaram a apresentar maior fragilização financeira com índices mais próximos da situação Ponzi quando as despesas financeiras sobem e comprometem parcela significativa das receitas operacionais.

Neste contexto, poucos setores mantiveram concomitantemente expansão do valor adicionado, alta nos lucros retidos e ampliação da aquisição de ativos imobilizados entre 2013 e 2015. Foram os casos de Alimentos, Bebidas, Papel e Celulose, Química e Material Aeronáutico. Setores com empresas internacionalizadas e exportadoras de commodities e com participação importante no mercado doméstico, especialmente no caso de bens não-duráveis, duráveis e intermediários.

A retração da demanda sobre os bens das indústrias de base em meio aos planos de expansão destes setores gerou uma dinâmica de fragilização financeira das grandes empresas industriais, o que significa que ainda que haja recuperação da confiança, será ainda necessário reduzir o grau de alavancagem da indústria para que esta possa recuperar a capacidade de investir. Com o aumento do endividamento também das famílias e a retração da demanda agregada e dada a crise fiscal, praticamente sobra o comércio exterior como alternativa de geração de receitas necessárias para a redução do endividamento das empresas não financeiras.

Referências bibliográficas

ALMEIDA, J. S.; NOVAIS, L. F. *A Grande empresa no período recente: mudanças relevantes*. Campinas, Unicamp. IE, 2012. (Texto para Discussão, n. 210).

ALMEIDA, J. S. et al. Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. In: de CINTRA, M. A.; SILVA FILHO, E. (Org.). *Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: Ipea, 2013. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=18132.

BACIC, M. *Fragilidade financeira e alavancagem: uma aplicação no segmento das maiores empresas do Brasil: 1980-1987*. Dissertação (Mestrado)–IE-Unicamp, 1990.

DREIZZEN, J. J. *O conceito de fragilidade financeira num contexto inflacionário*. Dissertação (Mestrado)–PUC-Rio, 1985.

HIRATUKA, C.; ROCHA, M. A. *Grandes grupos no Brasil: estratégias e desempenho nos anos 2000*. Brasília: Ipea, 2015. (Texto de Discussão).

MINSKY, H. *Can it happen again? Essays on instability and finance*. New York: M. E. Sharp, 1982.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New York: M. E. Sharp, 1986.

ROCHA, M. A. Transformações produtivas e patrimoniais no Brasil pós-crise. In: CGEE. *Dimensão estratégica do desenvolvimento brasileiro: Brasil em busca de um novo modelo de desenvolvimento*, v. 4. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos e Centro de Altos estudos brasil Século XXI, 2015.

Anexo Estatístico

Quadro 1 - Número de empresas dos macrosetores

Macrosetores	número de Empresas
Indústria	144
Indústria sem Petrobrás	143
Indústria sem Petrobrás e Vale	142
Serviços	171
Serviços sem energia	109
Comércio	20
Agropecuária	5
TOTAL	340

Quadro 2 - Número de empresas dos setores

Macrossetores	Setores	número de empresas
Agropecuária	Agropecuária	5
Comércio	Comércio de medicamentos	4
Comércio	Comércio diversos	8
Comércio	Comércio eletrônico	1
Comércio	Comércio varejista	7
Comércio	Comércio varejista de gás	1
Indústria	Alimentos	13
Indústria	Autopeças	6
Indústria	Bebidas	1
Indústria	Calçados	4
Indústria	Construção civil e incorporação	21
Indústria	Construção pesada	2
Indústria	Eletroeletrônicos	5
Indústria	Higiene e Limpeza	2
Indústria	Indústrias diversas	8
Indústria	Madeira	2
Indústria	Máquinas e equipamentos	7
Indústria	Material Aeronáutico	1
Indústria	Material de Transporte	4
Indústria	Metalurgia	12
Indústria	Mineração	6
Indústria	Minerais não Metálicos	4
Indústria	Papel e Celulose	6
Indústria	Petróleo e Gás	7
Indústria	Química	8
Indústria	Siderurgia	5
Indústria	Textil	8
Indústria	Vestuário	11
Serviços	Editora	2
Serviços	Educação	3
Serviços	Energia Elétrica	62
Serviços	Exploração de imóveis	13
Serviços	Hotelaria	4
Serviços	Logística	5
Serviços	Saneamento	10
Serviços	Saúde	4
Serviços	Serviços a empresas	9
Serviços	Serviços diversos	9
Serviços	Telecomunicações	7
Serviços	Transporte concessão de rodovias	30
Serviços	Transporte Aéreo	1
Serviços	Transporte Aquático	3
Serviços	Transporte Ferroviário	9

Quadro 3
Descrição dos indicadores

Efeito Cambial e Variação Cambial: representa as variações provocadas nas receitas e despesas (fluxos de caixa) em moeda estrangeira decorrentes da variação da taxa de câmbio entre a moeda estrangeira e o Real. Dessa forma, uma valorização do Real leva a um ganho positivo nas despesas em moeda estrangeira e uma perda na conversão de receitas em moeda estrangeira para o Real; já uma desvalorização cambial gera perdas nas despesas em moeda estrangeira e um ganho na conversão das receitas em moeda estrangeira.

Empréstimos de Curto Prazo: são todos as obrigações com prazos de vencimento inferiores a 365 dias.

Endividamento Líquido: o endividamento líquido é dado pelo endividamento total de curto prazo e de longo prazo menos o total de caixa e equivalentes de caixa total da empresa.

Rentabilidade do Patrimônio: É o lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido da empresa em um exercício. Representa o lucro obtido por cada unidade monetária de patrimônio da empresa.

Rentabilidade do investimento: É o Lucro operacional dividido pelo Ativo total. Indicador mede o prazo de retorno do investimento em relação aos recursos gerados pelo negócio da empresa.

Rentabilidade do Ativo: É o lucro líquido dividido pelo Ativo total.

Margem Bruta de Lucro: A margem bruta de lucro é dada pela razão entre o lucro bruto e a receita operacional líquida, sendo o lucro bruto a diferença entre a receita operacional líquida e o custo dos produtos vendidos.

Margem Líquida de Lucro: A margem líquida de lucro é dada pela razão entre o lucro líquido (lucro bruto mais despesas não operacionais, taxas e impostos) e a receita operacional líquida, representa qual a porcentagem de lucro final em cada unidade monetária de receita.

Margem Operacional: A margem Operacional é a dada pela razão entre o EBIT (Lucro antes dos Juros e Tributos: imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido) e a receita operacional líquida, representa qual a porcentagem de lucro antes da incidência de taxas e impostos em cada unidade monetária de receita.

A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós- crise

Tabela 1a - Indicadores de Rentabilidade: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2015

Macrossetores	Margem Líquida de Lucro						Margem Operacional						Margem bruta de lucro					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria	13,8	12,3	4,9	2,4	1,0	-6,9	19,7	18,5	9,5	10,9	5,3	0,9	32,6	29,7	24,5	25,5	24,0	24,9
Indústria sem Petrobrás	12,8	11,7	3,7	0,0	4,6	-5,3	19,0	18,7	8,7	10,7	11,0	3,0	31,2	29,0	24,2	26,5	24,0	22,4
Indústria sem Petrobrás e Vale	8,3	6,3	2,5	0,0	5,1	0,5	13,3	11,6	7,4	6,7	9,7	7,6	25,8	22,1	20,7	22,6	22,7	22,8
Serviços	12,9	11,6	6,5	7,3	5,3	1,2	22,8	22,0	14,5	15,9	15,2	11,5	40,7	41,0	38,7	37,6	32,8	29,7
Serviços sem energia	14,8	12,3	12,5	11,2	6,0	1,8	24,8	23,2	24,1	21,8	19,0	17,3	43,0	43,5	43,2	42,9	41,7	40,0
Comércio	3,3	2,0	2,4	2,8	2,1	0,5	7,4	5,8	6,4	7,0	6,8	4,4	28,8	29,9	30,1	30,2	30,7	31,2
Total	12,8	11,1	5,1	3,9	2,4	-3,7	19,7	18,4	10,8	11,9	8,5	4,5	34,8	33,1	29,4	29,4	27,3	27,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Tabela 1b - Indicadores de Rentabilidade: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2015

Macrossetores	Taxa de Rentabilidade do Patrimônio Líquido						Taxa de Rentabilidade do Ativo						Taxa de Rentabilidade do Investimento					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria	14,2	12,6	5,3	2,8	1,3	-10,2	7,2	6,4	2,5	1,2	0,5	-3,4	10,2	9,6	4,9	5,6	2,7	0,4
Indústria sem Petrobrás	16,3	14,4	4,7	0,0	6,4	-8,4	7,4	6,9	2,1	0,0	2,7	-3,0	11,1	11,0	5,0	6,2	6,4	1,7
Indústria sem Petrobrás e Vale	12,5	9,3	3,9	0,0	8,8	1,0	5,4	4,0	1,6	0,0	3,5	0,3	8,6	7,4	4,8	4,4	6,6	5,1
Serviços	12,7	11,0	7,1	7,8	6,3	1,5	5,5	4,7	2,8	3,1	2,3	0,5	9,6	9,0	6,2	6,7	6,6	4,9
Serviços sem energia	16,6	11,7	13,4	12,0	6,2	1,7	6,8	5,1	5,3	4,8	2,3	0,7	11,3	9,7	10,2	9,3	7,4	6,4
Comércio	13,5	8,9	10,3	12,3	8,1	1,7	3,8	2,6	3,1	3,7	2,6	0,5	8,5	7,6	8,5	9,2	8,4	4,7
Total	13,6	11,9	5,9	4,6	3,2	-5,4	6,4	5,6	2,6	2,0	1,3	-1,8	9,9	9,3	5,5	6,1	4,4	2,2

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Tabela 2a: Distribuição de Ativos: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2015

Macrossetores	Aplicação Financeira						Caixa ou equiv. Caixa						Ativo Circulante (exceto caixa e aplicação financeira)					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria	4,0	3,1	2,7	1,7	2,6	1,6	7,7	7,4	7,0	7,0	7,5	9,6	19,7	19,4	18,2	18,6	16,8	16,5
Indústria sem Petrobrás	3,4	3,3	2,4	2,1	2,3	2,5	8,7	8,3	8,8	8,3	8,3	8,8	25,5	24,2	23,2	24,0	22,9	22,5
Indústria sem Petrobrás e Vale	4,5	4,3	3,2	2,8	3,1	3,4	9,5	10,0	10,2	9,7	9,0	10,5	27,5	27,4	26,5	27,0	26,9	25,6
Serviços	2,9	2,9	2,7	3,0	2,4	2,5	7,5	7,2	6,4	6,6	5,5	6,2	12,0	12,2	14,4	13,8	17,2	15,2
Serviços sem energia	2,5	1,7	1,6	1,7	1,4	1,8	8,8	9,0	8,0	7,8	6,7	7,5	11,0	11,2	12,5	12,6	17,3	12,9
Comércio	6,5	4,5	4,9	5,5	4,3	4,6	9,8	9,4	12,8	13,7	11,0	14,0	42,1	41,8	36,4	32,8	35,9	28,2
Total	3,7	3,1	2,8	2,3	2,6	2,1	7,6	7,4	6,9	7,1	6,9	8,6	17,6	17,5	17,4	17,5	17,8	16,6

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Tabela 2b: Distribuição de Ativos: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2015

Macrossetores	Imobilizado						Investimento						Outros					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria	44,1	44,5	47,2	50,2	51,4	49,5	1,5	3,6	3,7	5,1	5,0	3,9	21,9	21,3	17,5	16,6	18,8	3,2
Indústria sem Petrobrás	38,1	36,9	38,0	36,6	37,1	35,8	1,4	4,6	4,9	7,0	6,9	5,5	22,7	22,7	22,0	22,4	24,9	3,6
Indústria sem Petrobrás e Vale	31,1	27,7	29,2	26,7	26,8	27,1	1,3	4,6	5,0	8,4	8,1	6,3	25,9	25,9	25,4	26,0	27,2	4,0
Serviços	25,6	25,4	24,4	22,1	19,9	19,5	4,3	4,3	5,7	9,3	8,9	8,6	48,1	46,4	45,2	46,1	48,0	30,9
Serviços sem energia	22,6	21,5	22,7	22,2	21,0	21,1	8,3	7,9	10,3	11,6	9,7	8,7	48,7	44,8	44,1	43,9	48,0	22,6
Comércio	14,9	14,3	14,8	14,9	13,9	12,8	0,6	2,2	0,6	1,2	1,4	1,0	27,7	30,5	31,9	33,5	39,4	13,0
Total	36,6	36,5	37,7	39,2	38,5	37,2	2,5	3,8	4,4	6,4	6,2	5,4	31,7	30,8	27,6	27,9	30,0	14,1

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Tabela 3a: Indicadores de Endividamento: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2015

Macrossetores	Relação entre Capital de terceiros e Capital Próprio						Relação entre Endividamento líquido e Capital Próprio						Participação dos Empréstimos de Curto Prazo no total de Empréstimos					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria	1,0	1,0	1,1	1,3	1,5	2,0	40,6	43,7	51,7	60,8	74,6	107,0	18,0	20,1	17,4	15,8	15,8	16,3
Indústria sem Petrobrás	1,2	1,1	1,2	1,3	1,4	1,8	49,4	48,5	53,5	57,0	60,7	82,5	20,0	23,6	22,6	22,0	21,7	20,7
Indústria sem Petrobrás e Vale	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,9	58,6	58,4	63,3	65,8	70,3	87,2	21,2	26,3	24,9	25,6	25,6	24,0
Serviços	1,3	1,3	1,6	1,5	1,7	1,9	68,4	73,9	93,5	92,8	108,6	118,2	19,8	22,5	18,1	14,8	21,4	21,8
Serviços sem energia	1,4	1,3	1,5	1,5	1,6	1,6	74,1	68,1	88,9	93,6	99,0	106,4	22,6	20,5	16,2	14,0	22,6	23,2
Comércio	2,6	2,4	2,3	2,3	2,1	2,4	98,9	109,6	104,6	103,0	83,5	76,5	34,6	33,5	29,5	29,4	36,4	23,9
Total	1,1	1,1	1,3	1,4	1,6	2,0	50,7	55,1	66,5	72,2	86,4	109,7	19,4	21,8	18,3	16,1	19,0	18,7

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Tabela 3b: Indicadores de Endividamento: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2015

Macrossetores	Participação dos recursos próprios						Participação das debêntures de curto prazo no financiamento CP						Participação das debêntures de longo prazo no financiamento LP					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria	50,8	50,5	47,8	44,4	40,7	33,0	3,2	11,4	7,5	5,8	6,7	5,0	8,1	5,0	4,2	3,5	2,5	1,4
Indústria sem Petrobrás	45,7	47,4	45,7	43,1	41,7	36,0	3,6	11,9	8,7	6,8	9,3	7,8	11,0	7,6	6,8	6,4	5,2	2,9
Indústria sem Petrobrás e Vale	43,0	43,2	41,6	40,0	39,4	34,4	4,0	12,6	9,6	7,2	9,7	8,7	13,6	9,4	8,6	8,4	6,8	3,9
Serviços	43,0	43,0	38,9	39,9	36,6	34,8	30,9	33,9	25,5	28,2	29,8	27,4	27,9	26,9	28,4	34,1	35,4	29,1
Serviços sem energia	40,8	43,8	39,5	39,9	37,9	37,9	22,6	37,9	28,1	29,1	32,9	29,4	32,5	33,0	30,2	34,0	35,5	27,0
Comércio	27,9	29,0	30,2	29,9	32,3	29,2	13,0	6,6	9,0	15,9	26,8	13,7	14,7	22,7	41,5	35,5	26,0	13,0
Total	47,3	47,0	43,9	42,3	38,9	33,5	14,1	19,9	14,6	13,8	17,5	13,9	15,8	13,8	14,7	15,1	14,0	10,1

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Tabela 4a - Demais Indicadores: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2015

Macro-setores	Despesa financeira líquida/Receita Operacional						Lucro operacional/Despesas Financeiras						Custos Prod Vend/Receita Operacional					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria	1,6	2,9	3,6	5,2	4,5	9,6	4,1	2,8	1,5	1,3	0,7	0,1	67,4	70,3	75,5	74,5	76,0	75,1
Indústria sem Petrobrás	2,8	4,2	4,6	6,7	6,1	10,0	3,1	2,3	1,1	1,0	1,1	0,2	68,8	71,0	75,8	73,5	76,0	77,6
Indústria sem Petrobrás e Vale	2,7	3,7	3,9	4,7	4,6	5,9	2,2	1,5	1,1	0,8	1,2	0,6	74,2	77,9	79,3	77,4	77,3	77,2
Serviços	3,9	4,6	3,4	4,3	4,8	7,7	2,3	2,0	1,4	1,6	1,3	0,6	59,3	59,0	61,3	62,4	67,2	70,3
Serviços sem energia	5,2	5,7	5,3	6,0	7,1	12,3	2,4	2,1	2,2	2,0	1,5	0,8	57,0	56,5	56,8	57,1	58,3	60,1
Comércio	3,0	3,2	3,0	2,8	3,4	2,5	1,8	1,2	1,5	1,7	1,4	1,1	71,2	70,1	69,9	69,8	69,3	68,8
Total	2,4	3,5	3,5	4,8	4,5	8,3	3,1	2,4	1,4	1,4	1,0	0,3	65,2	66,9	70,6	70,6	72,7	73,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Tabela 4b - Demais Indicadores: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2015

Macro-setores	variação monetária e cambial líquida / receita operacional						Efeito Cambial/Var Líquida Caixa					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indústria	1,4	3,4	3,7	3,4	2,7	6,9	-8,5	31,4	126,1	39,2	41,3	54,4
Indústria sem Petrobrás	1,9	3,8	4,1	4,3	4,5	8,9	-6,1	73,0	5,8	76,2	30,8	83,3
Indústria sem Petrobrás e Vale	2,3	3,6	4,2	4,9	4,8	6,8	-5,7	28,3	11,0	55,4	13,7	85,1
Serviços	4,6	4,0	4,3	5,6	5,2	9,1	-0,9	5,1	-1,7	0,7	1,9	21,9
Serviços sem energia	5,0	5,7	6,5	7,1	7,6	13,8	-0,5	4,0	2,0	2,6	-14,4	41,5
Comércio	1,7	2,2	1,5	1,5	1,8	1,3	-1,9	4,1	0,7	0,3	0,9	77,1
Total	2,4	3,5	3,7	3,9	3,4	7,0	-6,5	21,9	47,3	19,7	39,9	49,1

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise

Tabela 5 - Indicadores de Rentabilidade por setores em % - 2010 a 2015

Macrosetores	Setores	Margem Líquida de Lucro					Margem Operacional					Margem bruta de lucro							
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Agricultura	Agricultura	-6,5	-4,7	-4,7	-4,9	0,1	-2,6	2,1	11,5	11,3	0,9	5,9	6,3	17,1	21,8	22,6	12,5	16,4	17,2
Comércio	Comércio de medicamentos	2,0	1,7	1,8	0,2	-2,4	-1,6	3,2	2,9	3,4	1,7	-0,7	0,8	14,7	18,1	20,7	23,2	23,2	25,5
Comércio	Comércio diversos	8,1	6,3	5,8	4,6	3,5	1,0	10,7	10,1	10,5	9,5	8,7	4,9	50,8	51,4	53,1	52,9	54,5	56,1
Comércio	Comércio eletrônico	0,8	-2,1	-3,5	-2,6	-2,1	-4,6	10,1	5,6	3,3	4,5	4,6	4,6	27,9	25,0	23,8	24,8	24,2	19,8
Comércio	Comércio varejista	1,9	1,4	1,9	2,8	2,4	0,4	5,9	5,2	5,9	6,9	7,2	4,1	25,8	28,3	28,0	27,6	27,9	26,1
Comércio	Comércio varejista de gás	14,2	5,8	6,9	9,8	9,6	10,6	23,7	11,6	12,7	16,6	16,4	17,7	37,1	27,0	26,5	28,1	29,6	30,6
Indústria	Alimentos	1,3	2,6	1,3	1,0	-2,1	-3,1	5,3	7,1	4,6	5,9	7,9	7,6	16,9	15,5	15,2	17,0	18,8	17,6
Indústria	Autopeças	5,9	7,0	3,4	3,8	-4,2	-3,3	9,0	10,9	8,1	9,1	8,8	8,7	24,4	21,0	21,4	22,2	22,6	22,3
Indústria	Bebidas	30,0	31,9	32,6	32,4	31,7	26,6	39,7	41,2	41,0	44,3	41,6	40,2	64,5	67,6	68,1	67,2	66,3	65,6
Indústria	Calçados	12,6	6,2	6,9	6,2	9,8	10,6	12,8	6,0	9,4	10,9	10,9	11,3	39,4	36,5	36,7	39,4	40,1	42,7
Indústria	Construção civil e incorporação	14,3	6,3	-7,6	6,4	-1,9	-19,2	16,9	10,4	-2,4	11,3	6,0	-10,5	30,2	25,4	15,8	24,0	23,9	21,7
Indústria	Construção pesada	3,7	3,6	0,3	1,8	4,9	-3,0	4,8	7,8	3,0	4,2	8,3	-0,7	15,1	15,7	11,5	11,9	11,5	10,3
Indústria	Eletroeletrônicos	8,7	5,0	7,3	6,3	8,1	2,7	10,3	5,1	9,7	10,1	11,3	3,6	24,3	23,0	21,3	21,8	21,6	17,1
Indústria	Higiene e Limpeza	13,0	12,6	11,4	8,4	7,9	1,5	20,3	21,3	19,3	17,8	16,7	12,8	66,4	66,8	67,0	66,5	66,4	65,5
Indústria	Indústrias diversas	10,1	0,4	7,0	3,5	3,6	5,7	21,5	12,5	14,2	14,9	14,3	18,0	49,3	49,9	46,1	48,5	47,7	48,0
Indústria	Madeira	16,6	11,9	12,6	12,2	8,2	3,8	25,0	18,9	19,9	19,4	14,2	8,4	38,8	34,4	34,3	36,5	30,5	28,1
Indústria	Máquinas e equipamentos	9,7	8,2	6,9	8,7	8,7	8,2	11,4	10,1	8,2	11,6	11,5	10,2	28,4	27,8	27,5	30,2	29,5	26,6
Indústria	Material Aeroespacial	6,1	1,6	5,7	5,7	5,3	1,2	7,3	5,3	10,0	11,8	8,7	5,4	19,2	22,5	24,2	22,7	19,8	18,5
Indústria	Material de Transporte	3,6	3,2	-0,9	0,8	-1,3	-6,5	11,7	11,4	5,9	8,7	8,0	5,1	21,9	22,2	16,0	18,7	18,0	15,8
Indústria	Metalurgia	3,9	-1,1	-10,0	-3,6	-4,4	0,3	6,3	2,6	-3,0	2,2	0,5	0,1	17,1	13,1	13,9	13,7	13,7	13,5
Indústria	Mineração	34,3	41,6	40,4	-2,8	-1,9	-40,2	47,4	56,2	16,6	29,9	16,6	-4,1	58,9	60,1	44,1	48,0	33,0	20,1
Indústria	Minerais não Metálicos	9,5	8,1	8,8	8,7	7,9	3,4	14,0	11,9	14,0	13,6	12,8	10,4	32,9	37,1	38,6	38,8	39,2	39,4
Indústria	Papel e Celulose	11,9	-4,3	0,8	-3,1	3,4	-7,0	18,9	11,9	17,6	20,9	22,6	29,0	30,3	22,8	28,8	28,5	30,7	39,8
Indústria	Petróleo e Gás	16,1	13,2	6,9	1,3	-3,6	-10,7	20,9	17,4	10,5	5,3	-6,6	-4,1	36,0	31,3	25,1	23,5	23,9	30,5
Indústria	Química	3,8	0,5	0,4	1,9	1,7	3,3	6,4	4,2	3,7	5,1	5,1	7,8	10,9	9,4	8,5	9,9	10,3	13,6
Indústria	Siderurgia	10,5	9,3	0,6	2,9	2,0	-9,3	18,2	14,5	4,2	9,4	9,1	-2,3	25,1	20,5	15,1	16,4	15,2	11,8
Indústria	Têxtil	2,0	1,6	0,8	-1,0	-2,8	-12,8	7,7	9,8	7,9	6,5	5,5	2,8	30,8	35,0	36,1	35,6	33,5	34,6
Indústria	Vestilário	0,0	-3,6	4,2	3,0	-3,6	-1,7	7,0	9,9	12,3	9,6	7,4	5,6	26,6	37,1	37,7	37,8	39,6	39,5
Serviços	Editora	3,6	4,3	6,3	2,7	1,5	-17,4	8,6	10,9	11,8	8,1	7,4	1,2	46,0	48,0	50,4	50,3	43,0	43,0
Serviços	Educação	4,9	6,7	12,2	20,9	23,8	23,1	4,2	7,9	15,2	21,5	24,6	24,2	32,7	35,6	43,3	40,1	51,3	52,5
Serviços	Energia Elétrica	11,6	11,0	1,6	3,7	4,8	0,8	21,3	21,2	6,7	10,3	12,3	7,1	39,2	39,2	35,1	32,6	25,8	22,3
Serviços	Exploração de imóveis	66,9	46,4	76,4	32,1	26,6	-12,8	110,1	93,4	140,0	80,6	79,0	54,7	81,5	82,0	81,2	82,7	82,7	82,5
Serviços	Hoteleira	-50,0	-37,5	-35,8	11,5	-19,0	-38,4	-17,7	-25,2	-14,3	23,8	-5,0	-13,0	40,3	36,1	39,1	44,6	36,0	28,7
Serviços	Logística	5,7	1,9	2,3	2,2	0,0	-3,3	11,8	7,8	8,0	7,8	9,0	8,4	17,1	15,6	15,8	14,9	16,6	17,0
Serviços	Saneamento	14,6	10,5	13,7	11,1	8,1	3,8	25,1	21,8	21,8	22,3	15,9	17,0	43,7	44,3	44,4	44,3	39,5	37,1
Serviços	Saúde	11,8	8,2	6,6	6,6	7,4	6,2	15,4	13,9	11,7	12,1	12,5	11,4	38,0	35,5	31,5	32,4	34,7	34,2
Serviços	Serviços a empresas	25,5	21,8	23,3	23,8	25,5	19,4	34,4	27,8	29,9	29,7	29,1	25,3	50,8	46,7	47,4	47,9	48,5	43,4
Serviços	Serviços diversos	7,0	9,9	8,5	9,1	9,1	10,4	16,3	19,0	13,1	14,8	15,8	16,7	30,2	32,4	27,1	28,8	29,7	30,6
Serviços	Telecomunicações	13,5	12,3	9,2	7,8	2,0	0,2	17,1	18,0	17,8	15,0	15,3	12,2	47,3	48,8	48,7	47,3	48,2	47,7
Serviços	Transporte - concessão de rodovias	19,1	18,7	21,6	19,6	15,9	10,3	41,0	41,2	43,0	39,9	35,2	34,6	44,8	48,3	47,7	45,4	40,3	39,0
Serviços	Transporte Aéreo	3,1	-10,0	-18,7	-8,9	-12,4	-45,6	10,0	3,2	-11,2	3,0	5,0	-1,9	23,0	11,8	2,5	16,5	19,1	15,5
Serviços	Transporte Aquático	12,3	12,7	13,9	12,0	7,5	3,3	20,1	21,7	22,6	23,4	16,6	15,4	32,8	33,1	34,5	34,0	66,2	30,0
Serviços	Transporte Ferroviário	11,0	8,7	7,4	10,1	-22,1	-10,1	28,8	28,7	25,8	25,8	-3,9	6,9	16,1	34,6	31,5	31,5	18,8	17,3

Tabela 6 - Indicadores de Endividamento por setores em % - 2010 a 2015

Macrosetores	Setores	Relação entre Capital de terceiros e Capital Próprio					Relação entre Endividamento Líquido e Capital Próprio					Participação dos Empregados de Curto Prazo no total de Empregados							
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Agricultura	Agricultura	0,8	1,0	0,9	1,0	1,0	1,2	30,0	37,6	37,3	49,7	64,4	65,0	45,1	60,5	54,9	56,9	60,1	61,2
Comércio	Comércio varejista	3,1	3,2	3,1	2,8	2,7	3,1	110,4	129,9	127,5	96,5	90,4	44,0	16,3	40,1	32,4	37,0	46,7	32,6
Comércio	Comércio de medicamentos	0,8	0,5	0,8	1,0	1,0	1,4	3,3	-2,4	11,3	15,6	24,8	40,1	49,8	29,9	26,3	20,8	59,4	75,6
Comércio	Comércio diversos	1,3	1,8	1,5	1,9	1,7	1,9	31,7	36,7	75,7	118,1	92,8	11,6	34,7	12,2	18,7	19,5	12,5	11,7
Comércio	Comércio eletrônico	13,2	2,6	3,9	7,0	1,5	2,7	1218,9	211,3	345,3	496,7	62,5	15,5	26,5	20,8	20,9	18,9	15,2	17,3
Comércio	Comércio varejista de gás	1,8	2,6	1,6	1,6	1,5	1,8	116,2	160,9	113,7	108,7	89,8	96,0	24,8	27,8	38,4	11,0	12,8	12,1
Indústria	Alimentos	1,6	1,5	1,6	1,7	1,9	2,7	94,2	79,1	87,4	92,1	101,8	145,2	32,9	26,5	27,9	24,9	27,9	26,6
Indústria	Bebidas	0,7	0,8	0,8	0,6	0,7	0,8	8,6	-10,6	-19,3	-19,1	-7,2	-19,7	23,5	64,7	29,6	36,0	37,7	34,7
Indústria	Construção civil e incorporação	1,5	1,7	1,9	1,7	1,6	1,6	96,2	107,9	120,3	101,1	94,2	83,1	25,4	35,5	33,0	33,9	41,9	56,3
Indústria	Construção pesada	6,1	4,9	5,6	4,9	3,6	4,4	20,7	19,5	15,1	10,7	1,2	17,7	89,3	82,8	67,2	79,8	86,6	84,4
Indústria	Eletroeletrônicos	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	3,3	-3,2	5,5	-5,4	-6,9	1,8	55,4	56,6	63,4	61,7	42,2	73,3
Indústria	Mineração	0,9	0,6	0,6	0,8	1,0	1,3	25,8	22,6	29,2	31,0	32,4	60,9	14,1	9,1	13,6	6,1	5,2	8,9
Indústria	Minerais não Metálicos	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6	1,9	35,4	30,2	43,4	56,2	63,9	115,6	62,3	40,9	44,3	41,3	42,0	34,7
Indústria	Máquinas e equipamentos	1,2	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	69,8	94,7	35,1	32,0	36,6	47,8	41,4	44,6	52,0	38,4	38,6	31,8
Indústria	Madeira	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9	25,8	30,1	32,9	32,5	41,0	40,8	30,3	38,9	38,0	29,7	35,8	21,1
Indústria	Indústrias diversas	1,2	1,3	1,2	1,1														