

O IMPACTO DA CRISE NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

JUNHO/2018

CONSELHO DO IEDI

<i>Conselheiro</i>	<i>Empresa</i>
Agnaldo Gomes Ramos Filho	Eldorado Brasil Celulose S.A.
Alberto Borges de Souza	Caramuru Alimentos S.A.
Amarílio Proença de Macêdo	J.Macêdo Alimentos S.A.
Andrea Matarazzo	Matarazzo S/A
Carlos Eduardo Sanchez	EMS - Indústria Farmacêutica Ltda
Carlos Mariani Bittencourt	PIN Petroquímica S.A.
Cláudio Bardella	Bardella S.A. Indústrias Mecânicas
Claudio Gerdau Johannpeter	Gerdau Aços Longos S.A.
Cleiton de Castro Marques	Biolab Sanus Farmacêutica Ltda
Dan Ioschpe <i>Vice-Presidente</i>	Ioschpe-Maxion S.A.
Daniel Feffer	Grupo Suzano S.A.
Décio da Silva	WEG S.A.
Erasmoo Carlos Battistella	BSBio Ind. E Com. de Biodisel Sul Brasil S.A.
Eugênio Emílio Staub	Conselheiro Emérito
Fabio Hering	Companhia Hering S.A.
Fábio Schvartsman	Vale S.A.
Fernando Musa	Braskem S.A.
Flávio Gurgel Rocha	Confecções Guararapes S.A.
Geraldo Luciano Mattos Júnior	M. Dias Branco S.A
Hélio Bruck Rotenberg	Positivo Informática S.A..
Henri Armand Slezynger	Unigel S.A
Horacio Lafer Piva	Klabin S.A.
Ivo Rosset	Rosset & Cia. Ltda.
Ivoncy Brochmann Ioschpe	Conselheiro Emérito
João Guilherme Sabino Ometto	Grupo São Martinho S.A.

CONSELHO DO IEDI

<i>Conselheiro</i>	<i>Empresa</i>
José Roberto Ermírio de Moraes	Votorantim Participações S.A.
Josué Christiano Gomes da Silva	Cia. de Tecidos Norte de Minas-Coteminas
Lírio Albino Parisotto	Videolar S.A.
Lucas Santos Rodas	Companhia Nitro Química Brasileira S.A.
Luiz Alberto Garcia	Algar S.A. Empreendimentos e Participações
Luiz Cassiano Rando Rosolen	Indústrias Romi S/A
Luiz de Mendonça	Odebrecht Agroindustrial S.A.
Marco Stefanini	Stefanini S.A.
Marcos Paletta Camara	Paranapanema S.A.
Ogari de Castro Pacheco	Cristália Produtos Químicos Farmacêuticos Ltda.
Olavo Monteiro de Carvalho	Monteiro Aranha S.A.
Paulo Cesar de Souza e Silva	Embraer S.A.
Paulo Diederichsen Villares	Membro Colaborador
Paulo Francini	Membro Colaborador
Paulo Guilherme Aguiar Cunha	Conselheiro Emérito
Pedro Luiz Barreiros Passos	Natura Cosméticos S.A.
Pedro Wongtschowski <i>Presidente</i>	Ultrapar Participações S.A.
Ricardo Steinbruch <i>Vice-Presidente</i>	Vicunha Têxtil S.A.
Roberto Caiuby Vidigal	Membro Colaborador
Rodolfo Villela Marino <i>Vice-Presidente</i>	Itaúsa - Investimentos Itaú S.A.
Rubens Ometto Silveira Mello	Cosan S.A. Ind e Com
Salo Davi Seibel	Duratex S.A.
Sérgio Leite de Andrade	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - USIMINAS
Victório Carlos De Marchi	Cia. de Bebidas das Américas - AmBev

O IMPACTO DA CRISE NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Introdução.....	4
Rentabilidade e endividamento no pós-crise de 2009.....	6
Rentabilidade e endividamento: os anos de recessão e a recuperação de 2017	8
Sem lucro, sem investimento.....	15
Conclusões	17
Anexo	20

O IMPACTO DA CRISE NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Introdução

Neste trabalho é analisado o desempenho das empresas não financeiras entre os anos de 2010 a 2017, com especial atenção para as companhias industriais. Os balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados das companhias de capital aberto são as fontes da pesquisa. Rentabilidade operacional e líquida, grau de endividamento e estrutura dos ativos são alguns dos pontos analisados pelo levantamento. Dois outros indicadores estarão em pauta: despesas de capital (Capex) sobre depreciações (investimento) e retorno do capital investido (ROIC) em relação ao custo médio do capital (WACC).

Após a recessão da economia em 2009, desencadeada pela crise financeira mundial de 2008, teve lugar um forte crescimento do PIB, que chegou a 7,5% em 2010, mas que não se sustentou. O período seguinte, compreendido entre 2011 e 2014, notabilizou-se pela alternância de resultados modestos ou desfavoráveis, com uma média de crescimento baixa. Para a indústria de transformação a recessão chegou com antecedência, já em 2014, que se intensificou e se espalhou para toda economia em 2015 e 2016. Somente em 2017, o crescimento retornaria, ainda assim sem muita força.

Foi esse acanhado crescimento médio depois de 2010, seguido de recessão grave e frágil recuperação, que formou o pano de fundo para que a rentabilidade das empresas brasileiras se contraísse, seu endividamento aumentasse, provocando pesadas perdas financeiras e cambiais, como veremos a seguir. Este estudo procurará mostrar ainda que, mesmo com o fim da recessão em 2017, tais efeitos continuaram presentes, compondo o quadro atual de pouco dinamismo no investimento e de lenta recuperação da economia.

Foram pesquisadas 293 empresas com dados contábeis para todo o período de 2010 a 2017. As companhias foram agrupadas em três macrossetores: indústria, comércio e serviços. Três subconjuntos foram criados para isolar o peso das gigantes dos setores de petróleo, mineração e energia elétrica nos totais: (i) indústria sem Petrobras; (ii) indústria sem Petrobras e Vale e (iii) serviços sem energia elétrica. Predominam entre os indicadores utilizados os de rentabilidade e de estrutura patrimonial (endividamento e distribuição dos ativos). O anexo apresenta dados mais pormenorizados e descreve os indicadores.

Número de empresas dos macrossetores

Macrossetores	Número de Empresas
Indústria	133
Indústria sem Petrobras	132
Indústria sem Petrobras e Vale	131
Serviços	136
Serviços sem energia	82
Comércio	20
Agropecuária	4
TOTAL	293

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI

O conjunto das empresas selecionadas é bastante representativo da economia brasileira. A receita líquida foi equivalente, em média, a um percentual próximo a 30% do PIB. Já o lucro operacional (EBIT) e o lucro líquido deste conjunto de empresas como proporção do PIB foram decrescentes até 2015, passando de uma média de 5,5% no biênio 2010-2011 para 1,4% em 2015 no caso do lucro operacional e de 3,5% para -1,1% no caso do lucro líquido (ou seja, o conjunto das empresas apresentou prejuízo no período). Nos últimos dois anos da série, estes índices tiveram certa recomposição e atingiram, em 2017, os patamares de 3,5% e 1,1%, respectivamente, mas mantiveram-se abaixo dos níveis de 2010-2011.

Peso da amostra de empresas não financeiras - Receita Líquida, Lucro Operacional (Ebit) e Lucro Líquido - no Produto Interno Bruto a preços de mercado em %

Período	Produto Interno Bruto (valores nominais em R\$ milhões)	Receita Líquida	Lucro Operacional	Lucro Líquido
		em % do PIB		
2010	3.885.847	28,7	5,6	3,7
2011	4.376.382	29,2	5,4	3,3
2012	4.814.759	29,8	3,2	1,6
2013	5.331.618	28,4	3,7	1,4
2014	5.778.953	28,9	2,4	0,5
2015	5.995.786	29,7	1,4	-1,1
2016	6.259.228	28,1	3,3	0,8
2017	6.559.940	27,6	3,5	1,1

Fonte: Contas Nacionais (IBGE) e Balanços Patrimoniais e Demonstrações financeiras.

Cabe observar que a diferença entre o lucro operacional e o lucro líquido como percentual do PIB entre 2010 e 2017 é um indicativo do volume de recursos que o setor produtivo transferiu para o setor financeiro nestes últimos oito anos, em função do aumento da carga de juros e do impacto das desvalorizações cambiais sobre o estoque de dívidas em moeda estrangeira, algo da ordem de 17,1% do PIB, considerando as empresas não financeiras da amostra.

As duas próximas seções avaliam o desempenho das empresas não financeiras a partir dos indicadores de rentabilidade e de endividamento entre 2010 e 2017. A seção seguinte aborda o tema da retração muito acentuada dos investimentos produtivos das empresas ao longo do período. Um item de conclusões encerra o trabalho.

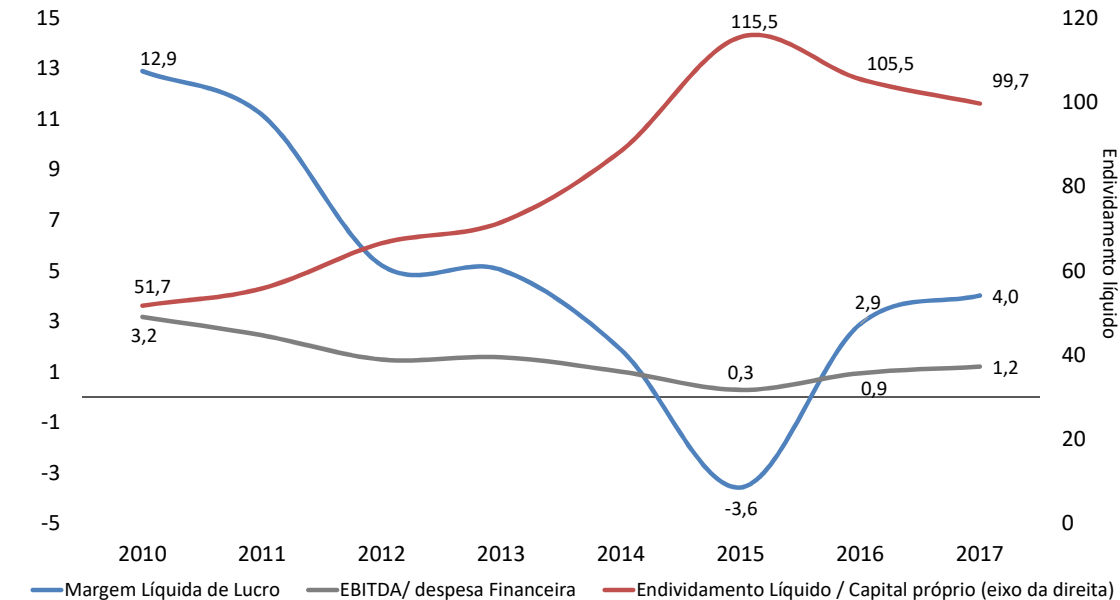
Rentabilidade e endividamento no pós-crise de 2009

A crise global de 2009 levou ao encerramento do ciclo de crescimento da economia brasileira iniciado em 2004 e impulsionado pelo dinamismo do consumo doméstico e pela trajetória de alta dos preços internacionais das commodities. Neste contexto, as empresas não financeiras lograram obter boas margens de lucro amparadas na expansão da receita operacional, na redução dos custos financeiros e nos ganhos cambiais, dada a valorização do real.

A superação da crise internacional teve no ano de 2010 um momento único e excepcional de crescimento econômico. A expansão de 7,5% do PIB no primeiro ano desta década teve como âncoras o aumento real da renda pessoal, a elástica oferta de crédito, as políticas de incentivo à compra de bens duráveis e a atuação do BNDES no financiamento do investimento. Neste ano, as companhias não financeiras recompuseram sua rentabilidade e avançaram nos investimentos sem ampliar o endividamento bancário. A geração interna de lucros financiava parte relevante das inversões.

Nesse cenário, as empresas não financeiras obtiveram índices muito positivos: a margem líquida de lucro alcançou 12,9% e o endividamento líquido oneroso sobre o capital próprio foi de 51,7% com uma dívida bancária total de R\$ 686 bilhões. A capacidade das empresas de gerar recursos para honrar os custos financeiros era expressiva, com o lucro operacional (ou EBITDA) cobrindo 3,2 vezes o volume de despesas financeiras brutas; ou seja, o lucro operacional naquele ano correspondeu a 320% das despesas financeiras brutas, um indicador de baixa exposição do fluxo de caixa ao serviço das dívidas.

Margem Líquida de Lucro e Indicadores de Endividamento: Total das empresas não financeiras de capital aberto da amostra (em %) – 2010 a 2017



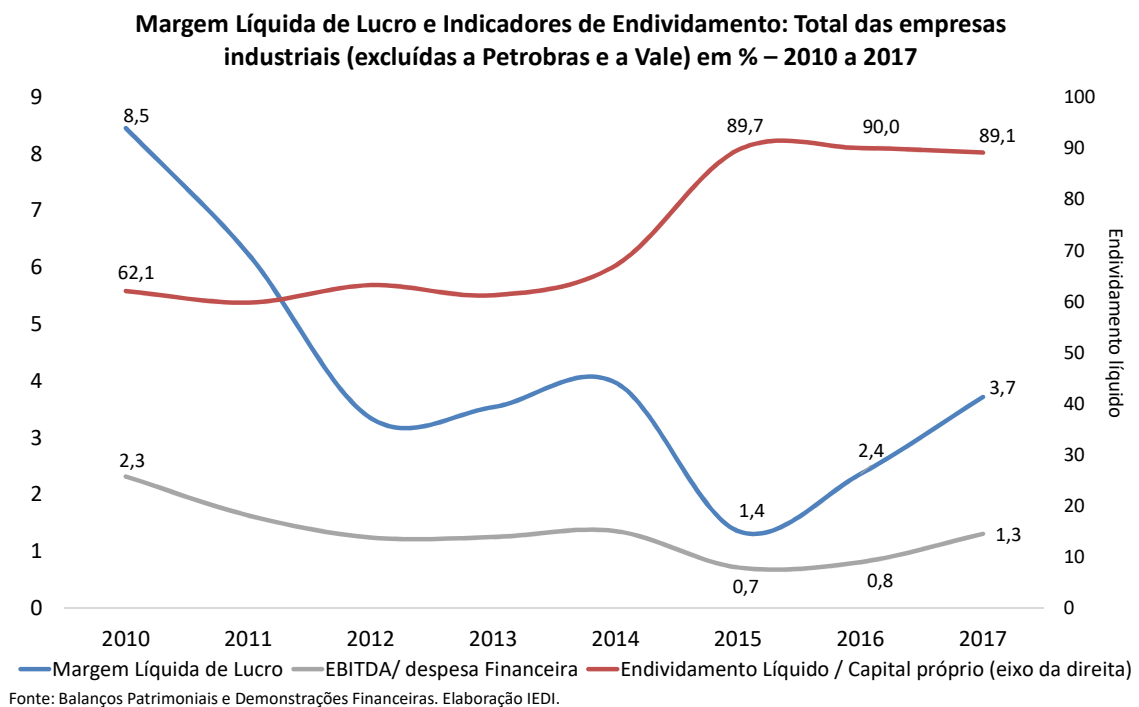
No caso das empresas industriais (excluídas a Petrobras e a Vale), as condições econômico-financeiras em 2010 se revelavam também confortáveis: a margem líquida de lucro subia a 8,5%, o volume de dívida somava R\$ 222 bilhões com um endividamento líquido oneroso de 62,1% em relação ao capital próprio. A geração de recursos operacionais (lucro operacional) correspondia a 2,3 vezes os custos financeiros.

A partir de 2010, abre-se uma etapa de crescimento econômico médio baixo, intercalando anos de evolução do PIB apenas razoável (como 2011 e 2013, com variações de 4% e 3%) com anos de desempenho muito insatisfatório (1,9% e 0,5% em 2012 e 2014), o que afetaria os indicadores das empresas.

Nesses anos as margens de lucro recuaram para o conjunto das companhias não financeiras. A margem líquida, que alcançou quase 13% em 2010, caiu progressivamente até chegar a 1,9% em 2014, uma perda de 11 pontos percentuais (p.p.) e a margem operacional diminuiu no mesmo período de 19,7% para 8,3%, com redução de 11,4 p.p.. Já o endividamento oneroso líquido chegou a 115,5% do capital próprio e a cobertura da despesa financeira bruta pelo lucro operacional caiu para apenas 1,0 vez, ou seja, a geração de lucro operacional correspondia tão somente ao montante requerido para honrar os compromissos financeiros, nada além.

Do lado da indústria, as margens de lucro líquido e operacional, excluindo Petrobras e Vale, cedem respectivamente de 8,5% em 2010 para 3% em 2014 e de 13,5% para 10,0%. O endividamento oneroso líquido sobe para 62,7% e o peso das dívidas de curto-prazo passa de 20,5% das dívidas totais em 2010 para 25,2% em 2014, denotando uma piora na qualidade do endividamento. A geração de caixa através da margem operacional para quitar os encargos financeiros, medida pela relação entre o EBITDA ou o lucro operacional e as despesas financeiras brutas, cai de 2,3 para 1,4 no mesmo período.

Esses resultados mostram que os indicadores financeiros das grandes empresas já indicavam forte deterioração antes mesmo da recessão da economia iniciada em 2015.



Rentabilidade e endividamento: os anos de recessão e a recuperação de 2017

Outra etapa com efeitos ainda mais graves sobre as empresas teve início com a crise que se instalou no país em 2015/2016 e que teve na indústria de transformação o seu epicentro. A crise levou ao declínio no PIB de 3,5% em cada um desses dois anos e impulsionou fortemente para baixo a trajetória que já era declinante da lucratividade empresarial, ampliando ainda o endividamento e os custos das grandes empresas com

consequências muito negativas para a sua situação financeira e sua capacidade de investimento.

O ano de 2015 representou, de fato, um ponto de inflexão nos resultados operacionais e financeiros das grandes empresas brasileiras que haviam contratado dívidas interna e externamente para financiar projetos de investimento e aquisições. As empresas sofreram o impacto praticamente imediato da intensa elevação das taxas de juros do crédito doméstico e da aguda desvalorização do real. Com isso, a dívida acumulada do conjunto de companhias industriais (excluídas a Petrobras e a Vale) alcançou o pico da série em 2015, ou seja, R\$ 393 bilhões, um acréscimo de quase 30% ou o equivalente a R\$ 85 bilhões em relação a 2014. Em 2016, o total das dívidas das empresas industriais recuou pouco, apenas cerca de 8%, para o montante de R\$ 362 bilhões. O índice que mede o endividamento oneroso líquido sobre o capital próprio para este conjunto de empresas industriais subiu de 67,1% em 2014 para 89,7% no ano seguinte e manteve-se neste nível até 2017, a despeito de que neste último ano a economia tenha voltado a crescer, embora modestamente (1%).

Em resumo: o balanço patrimonial e as demonstrações de resultados das empresas não financeiras sofreram um grande revés, enquanto se elevavam o grau de endividamento, o volume de despesas financeiras e as perdas com as variações cambiais, que afetaram o fluxo de pagamentos de encargos em reais dos empréstimos externos.

Assim, o conjunto das empresas não financeiras registrou em 2015 uma margem líquida de lucro negativa (tiveram prejuízo líquido) de 3,6%, em contraste com uma margem líquida de 1,9% no ano anterior e de 12,9% em 2010. A geração de caixa obtida através do lucro operacional (EBITDA) só cobriu 30% das despesas financeiras brutas, contra 100% no ano anterior e 320% em 2010.

Nas empresas industriais (excluídas Petrobras e Vale), a margem líquida de lucro em 2015 caiu para 1,4% (4% em 2014 e 8,5% em 2010) com perda de 7,1 p.p. em relação a 2010; a margem operacional retrocedeu de 10% em 2014 para 8,3% (13,5% em 2010) e o lucro operacional só conseguiu fazer frente a 70% da despesa financeira bruta, contra 140% no ano anterior e 230% em 2010.

A desvalorização do real em 2015 teve, ao que parece, efeitos mais negativos do que positivos sobre as contas das empresas não financeiras. Deste modo, elas precisaram buscar a reversão do desequilíbrio econômico-financeiro a que foram submetidas por meio da diminuição do grau de endividamento e das despesas financeiras. Para tanto, utilizaram-se, além do enxugamento nas despesas e cortes nos investimentos, da renegociação de dívidas e da venda de ativos. Em 2016, apesar da piora do perfil do

endividamento das empresas em termos de prazo, a apreciação cambial e a redução da taxa básica de juros proporcionaram condições mais favoráveis para a renegociação das dívidas.

A melhora entre 2015 e 2016 da margem de lucro líquido, de -3,6% para 2,9% para a totalidade das empresas não financeiras e de 1,4% para 2,4% para as empresas industriais, excluídas a Petrobras e a Vale, reflete em grande parte a redução das despesas financeiras e do menor efeito da variação cambial sobre os resultados das empresas.

Cabe observar que, ao contrário de outros segmentos empresariais, no caso das empresas industriais esses fatores serviram para amenizar os efeitos de nova queda da margem operacional em 2016. Isso permitiu uma melhora da margem de lucro líquido. Persistindo a queda da margem operacional, manteve-se de pé também a dificuldade que as empresas encontravam para acelerar o ritmo de redução do seu endividamento. Entre 2014 e 2016, a margem operacional (ou o EBITDA) das empresas industriais sem Petrobras e Vale diminuiu de 10% em 2014 para 8,3% no ano seguinte e para 7,8% em 2016, somente retornando ao índice de 2014 em 2017, mesmo assim em um patamar ainda distante dos 13,5% de 2010.

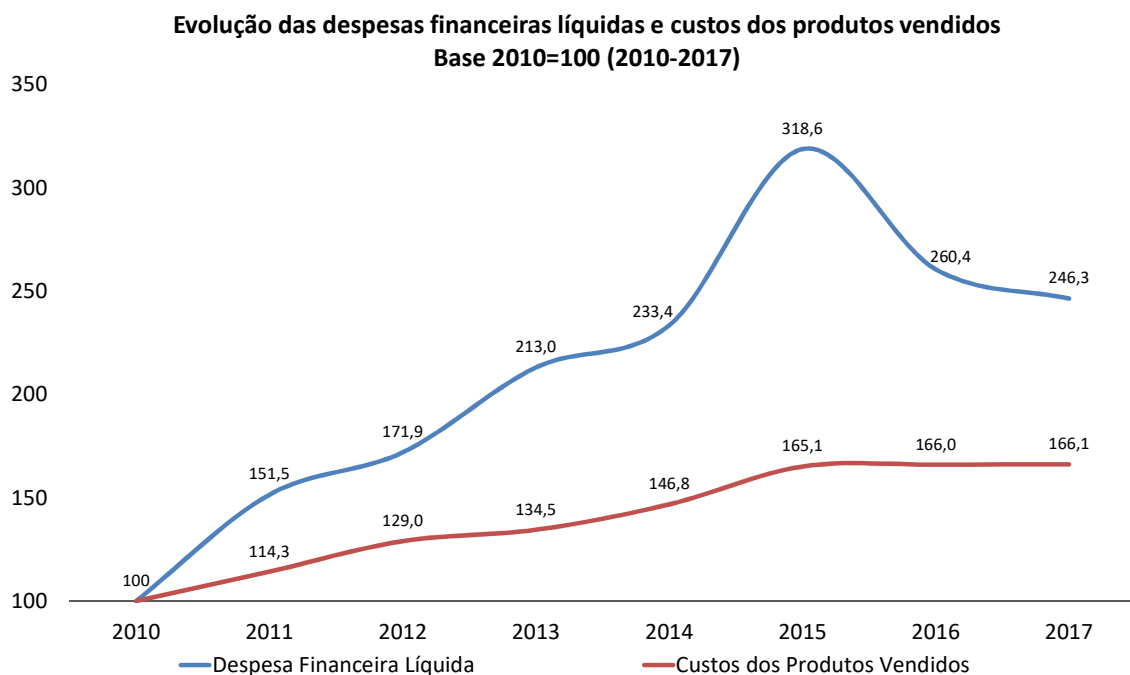
Demais Indicadores: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2017

Macro-setores	Variação monetária e cambial / Receita operacional									EBITDA / despesa Financeira							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Indústria	1,2	3,8	3,7	3,7	2,9	9,5	4,8	5,8	4,2	3,0	1,6	1,6	0,7	0,1	0,8	1,3	
Indústria sem Petrobras	1,7	4,4	4,1	4,3	4,2	9,5	2,9	4,0	3,2	2,4	1,3	1,3	1,1	0,2	0,9	1,4	
Indústria sem Petrobras e Vale	2,0	4,3	4,1	4,8	4,3	7,0	3,3	4,7	2,3	1,6	1,2	1,3	1,4	0,7	0,8	1,3	
Serviços	4,5	3,7	3,9	5,2	4,9	9,8	3,8	6,7	2,2	1,9	1,4	1,6	1,4	0,6	1,2	1,1	
Serviços sem energia	4,7	5,5	6,0	6,4	7,2	15,2	4,7	9,5	2,4	2,2	2,2	2,1	1,5	0,8	1,2	1,2	
Comércio	1,6	2,2	1,5	1,5	1,9	2,5	3,5	2,8	1,7	1,2	1,5	1,7	1,4	0,9	0,8	0,9	
Total	2,1	3,6	3,6	3,9	3,4	8,9	4,4	5,8	3,2	2,4	1,5	1,6	1,0	0,3	0,9	1,2	

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Outros resultados da pesquisa devem ser sublinhados:

- No caso da margem de lucro bruto, a recessão dificultou o repasse aos preços do aumento dos custos dos insumos industriais, sendo este um fator adicional de redução da lucratividade das empresas industriais. Tomando o conjunto dessas empresas, exceto a Petrobras e a Vale, a margem bruta caiu de 22,9% em 2014 para 22,2% em 2016.
- Para vários ramos industriais, o cenário predominante em 2015 não desanuviou em 2016. Uma parte considerável deles apresentou queda na margem líquida, implicando em menor disposição das empresas em realizar novos investimentos. Setores importantes da indústria de transformação estiveram nessa condição, como alimentos, vestuário e química. Para outros segmentos, 2016 foi mais um ano de prejuízo líquido, a exemplo dos setores de têxteis, metalurgia, siderurgia e da construção.
- Como foi mencionado, um destacado determinante de compressão do lucro líquido das empresas durante o período da pesquisa (2010 a 2017) foi o peso das despesas financeiras que cresceram em um ritmo superior aos demais custos operacionais. Os encargos financeiros líquidos aumentaram 2,5 vezes, enquanto os custos dos produtos vendidos avançaram menos, 1,7 vez entre 2010 e 2017.



Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

O ano de 2017 foi marcado pela expectativa de recuperação econômica. Contudo, mesmo tendo apresentado alguns indicadores favoráveis – inflação baixa e juros básicos menores, por exemplo – o crescimento foi baixo e com muitas fragilidades. Na perspectiva do equilíbrio econômico-financeiro das empresas, a melhora ocorrida neste ano foi apenas parcial.

Entre 2016 e 2017, o grau de endividamento oneroso líquido sobre o capital próprio para a totalidade das empresas da amostra caiu, porém apenas modestamente, de 105,5% para 99,7%, permanecendo bastante elevado para os padrões históricos brasileiros. Os endividamento total somou R\$ 1,4 trilhão em 2017, com decréscimo de R\$ 162 bilhões em relação a 2015, o ano de maior volume de dívidas do período. No caso das empresas industriais (excluídas a Petrobras e a Vale), a dívida atingiu R\$ 321 bilhões (menos R\$ 21 bilhões, frente a 2015) e o endividamento oneroso líquido permaneceu praticamente inalterado na faixa de 90%, indicando que a melhora deste indicador só deverá ocorrer em um cenário de maior crescimento da produção e das vendas.

A redução do estoque das dívidas entre 2015 e 2017 ajudou na contenção das despesas financeiras. Todavia os principais fatores que atuaram para sua queda foram, de um lado, a valorização do real em 2017 (de 8,3%, em relação à média de 2016), e de outro, os menores custos dos empréstimos domésticos. Segundo o Banco Central, as taxas de juros do crédito com recursos livres para as pessoas jurídicas retrocederam em termos reais 5,2 p.p. em 2017, atingindo o patamar de 25,2% a.a.. Note-se, contudo, que os juros do crédito bancário, que ainda se mantêm muito elevados, explicam uma parcela relevante do atraso do reajuste do endividamento das empresas.

Endividamento Bancário de curto e longo prazos - em milhões de reais

macrossetores	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Curto-Prazo								
Indústria	67.543	89.325	89.337	85.541	111.373	156.875	127.265	117.366
Indústria sem Petrobras	51.555	68.505	73.731	66.491	79.808	99.493	95.410	94.122
Indústria sem Petrobras e Vale	45.544	64.633	66.638	62.333	76.040	89.705	90.001	88.488
Serviços	54.972	80.335	77.710	61.159	109.564	129.180	168.392	177.272
Serviços sem energia	23.638	28.983	29.775	27.313	56.349	70.546	100.773	103.483
Comércio	9.396	12.316	13.240	15.083	19.422	15.146	14.933	19.729
Agropecuária	219	693	719	779	1.133	1.340	603	610
TOTAL	132.130	182.668	181.006	162.562	241.493	302.541	311.193	314.976
Longo-Prazo								
Indústria	319.026	356.361	438.287	529.983	624.131	842.034	715.904	689.925
Indústria sem Petrobras	214.331	218.779	256.589	280.550	304.661	406.567	361.975	351.686
Indústria sem Petrobras e Vale	176.551	176.026	201.826	215.731	231.912	303.688	271.821	282.927
Serviços	217.099	254.903	330.642	345.492	378.633	440.838	388.453	418.284
Serviços sem energia	75.590	97.917	141.488	166.057	170.510	211.646	158.201	169.764
Comércio	17.745	24.469	31.684	36.303	33.993	48.213	43.690	46.904
Agropecuária	394	447	575	639	722	490	1.003	1.097
TOTAL	554.264	636.179	801.188	912.416	1.037.478	1.331.575	1.149.049	1.156.210
Total do endividamento Bancário								
Indústria	386.569	445.685	527.624	615.523	735.504	998.909	843.169	807.290
Indústria sem Petrobras	265.886	287.284	330.320	347.041	384.469	506.060	457.385	445.807
Indústria sem Petrobras e Vale	222.096	240.660	268.464	278.064	307.952	393.393	361.822	371.415
Serviços	272.072	335.238	408.352	406.651	488.197	570.018	556.844	595.557
Serviços sem energia	99.229	126.899	171.262	193.370	226.859	282.192	258.974	273.247
Comércio	27.141	36.785	44.924	51.386	53.415	63.359	58.622	66.632
Agropecuária	613	1.140	1.294	1.418	1.855	1.830	1.606	1.707
TOTAL	686.394	818.847	982.194	1.074.978	1.278.971	1.634.116	1.460.242	1.471.186

Fonte: Balanços Patrimoniais. Elaboração IEDI.

Assim, a redução das despesas financeiras foi o principal determinante da recuperação da margem de lucro líquido que, no caso das 293 empresas não financeiras da amostra, subiu de 2,9% para 4,0% entre 2016 e 2017, mas permaneceu abaixo do patamar de 2013 (5,0%). Já, no agregado da indústria (excluídas a Petrobras e a Vale), a margem líquida passa de 2,4% para 3,7%. Os impactos negativos das variações cambiais ficaram abaixo do observado em 2015 e ajudaram na recomposição desse indicador.

Para quase todos os setores analisados – com as exceções das empresas de energia elétrica e comércio – a lucratividade melhorou em 2017, interrompendo a tendência de queda iniciada em 2014. Esta recuperação foi generalizada entre os setores industriais

– em especial para os de bens de consumo –, ainda que em um patamar baixo se comparado ao período pré-crise.

A despeito da recuperação parcial das margens de lucro, chama a atenção o crescimento, ainda que pequeno, da margem bruta, de 22,5% em 2016 para 23,5% em 2017, para o conjunto das empresas industriais (excluídas a Petrobras e a Vale). Isto significa que, em alguma medida, essas empresas reconquistaram a capacidade de negociar custos, o que não deixa de ser um indicativo de melhora no ambiente industrial.

A recuperação das margens de lucro líquidas é um fato positivo, considerando que representa o fim de um período de resultados negativos em setores importantes da indústria. Segmentos que vinham apresentando prejuízos seguidos, como autopeças, têxteis e petróleo e gás reverteram seus resultados em 2017. Entretanto, a situação das empresas de insumos básicos, apesar de resultados positivos em alguns casos, ainda encontra dificuldades, especialmente na metalurgia e siderurgia. Nos setores de serviços, a crise também não está inteiramente equacionada para diversas empresas, que apresentam níveis de rentabilidade bem abaixo da média, como por exemplo, as dos setores de logística e de telecomunicações.

O aumento do consumo possibilitou também o crescimento da margem operacional, que havia mantido a tendência de queda em 2016. Como já foi observado, em 2017 este indicador para as empresas industriais (excluídas a Petrobras e a Vale) avançou para 10%, retornando ao nível de 2014, significativamente inferior, porém, ao observado em 2010 (13,5%). A recuperação da margem operacional foi expressiva para as empresas de bens de consumo, bens de capital e alguns segmentos de bens intermediários (química e siderurgia).

Em suma, o aumento da margem operacional das empresas industriais foi importante porque interrompeu as quedas ocorridas nos anos de recessão. A combinação de maior lucro operacional (ou EBITDA), cujo volume chegou em 2017 a R\$ 67 bilhões para o conjunto das companhias industriais, com uma despesa financeira bruta menor, na faixa de R\$ 55 bilhões, reduziu a fragilidade financeira das empresas. A relação entre estas duas variáveis (EBITDA/despesa financeira bruta) superou a unidade pela primeira vez desde 2014, alcançando um índice de 1,3, o que significa dizer que em 2017 a geração interna de lucros foi capaz de cobrir os encargos financeiros com uma pequena margem de 30%.

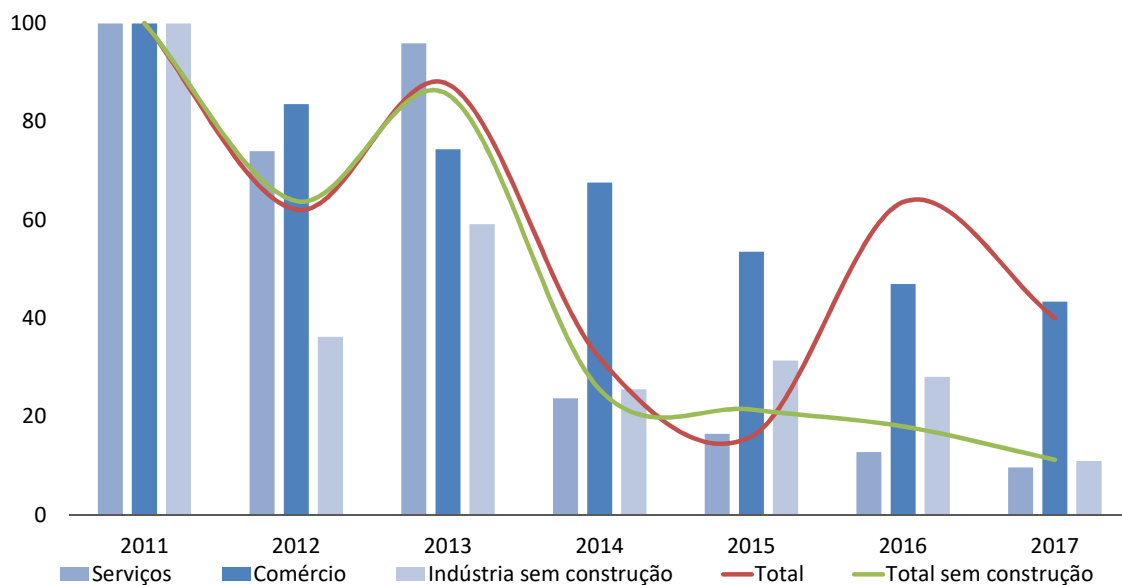
A melhora da lucratividade não é suficiente ainda para recuperar de forma mais consistente o aumento das despesas com capital fixo. As empresas buscaram manter parte dos seus recursos líquidos e seguiram no processo de liquidação de ativos para fazer frente ao elevado endividamento e às incertezas que ainda rondam a economia brasileira.

Sem lucro, sem investimento

Após a recuperação da economia dos efeitos da crise global de 2008, as despesas com capital fixo oscilaram até 2013, mas no ano seguinte caíram fortemente e atingiram o nível mais baixo da série em 2015. Para as empresas industriais o que se apresentou após 2014 foi, portanto, um novo nível de investimentos, bem inferior à média dos anos anteriores, refletindo o colapso do lucro e, em decorrência disto, a postergação das decisões de investir das empresas industriais durante a crise recente.

Deve ser levado em conta que as empresas dos demais setores seguiram este mesmo padrão, ou seja, os investimentos caíram já em 2014, um processo que foi se renovando nos anos de recessão da economia (2015/2016) e não foi interrompido com o final dela em 2017. Já observamos que o corte de despesas em capital fixo, vale dizer, dos gastos com investimento, acompanhou o andamento da economia e das perspectivas de retorno do investimento. Quando a recessão teve início, em 2015, fazendo-se acompanhar de aumento dos juros do crédito e forte desvalorização da moeda, a compressão das inversões passou a obedecer também à estratégia microeconômica de reduzir o endividamento e, assim, desinflar as despesas financeiras.

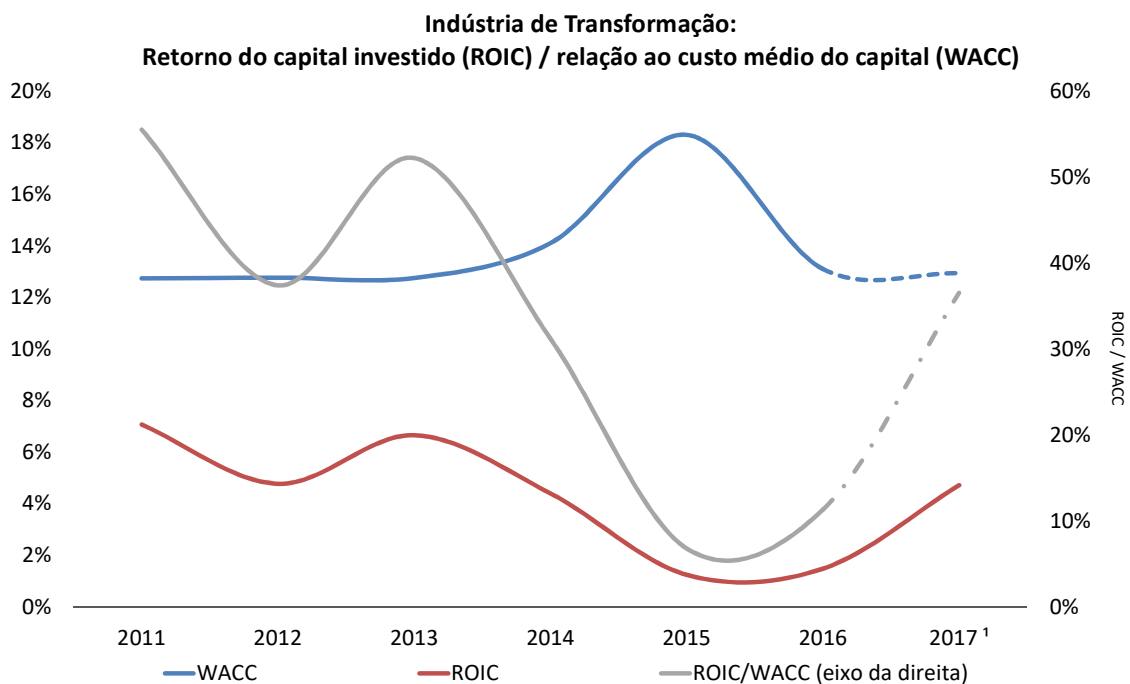
Despesas de Capital (Capex) sobre depreciações
(média por setor, série encadeada, 2011=100) – 2011 a 2017



Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Se considerarmos como medida de aproximação para o custo de oportunidade do investimento a relação entre a rentabilidade dos investimentos (ROIC) e o custo médio ponderado do capital (WACC), é possível afirmar que entre 2011 e 2014, a queda da rentabilidade apresentou-se como o fator mais importante da revisão dos planos de investimentos. Após este último ano, a conjuntura se tornou ainda mais adversa ao investimento produtivo em razão do aumento do custo médio de capital.

Para as empresas da indústria de transformação, em nenhum ano do período em tela, a rentabilidade dos investimentos superou o custo médio do capital. Mesmo o nível de rentabilidade um pouco melhor alcançado em 2017 ficou bem aquém do que seria um nível razoável em relação ao custo médio de capital, revelando que obstáculos ainda se fazem presentes para a retomada de um ciclo de investimentos produtivos na economia, condição necessária para a saída sustentada da recessão.



Cabe ainda assinalar que no cenário pós-2013 a retração dos dispêndios com capital fixo foi acompanhada de aumento da participação de ativos líquidos nas carteiras das empresas. Os anos de recessão favoreceram o aumento do peso de ativos mais líquidos com redução correspondente na participação dos ativos imobilizados e dos investimentos produtivos no total dos ativos. O ano de 2017 sugere que parte do

aumento da lucratividade foi convertida no pagamento de dívidas e/ou manutenção das aplicações financeiras das empresas.

Em muitos casos, a crise econômica levou também à venda de ativos. Em um cenário de queda da rentabilidade dos investimentos e de alto endividamento, este procedimento compôs a estratégia defensiva que objetivava amenizar a fragilização financeira das empresas, diminuir as despesas financeiras e procurar aplicações mais rentáveis para o capital.

Os dados levantados das empresas da amostra confirmam a participação significativa de ativos líquidos (considerando aplicações financeiras e caixa) na composição de seus ativos – cerca de 13,7% do ativo total. Em 2017, com a recuperação da rentabilidade, as empresas destinaram volume ainda maior para aplicações financeiras, como mostram os dados do anexo.

Conclusões

O estudo analisou o desempenho entre os anos de 2010 a 2017 das empresas não financeiras com especial atenção para as empresas industriais. Foram pesquisadas 293 empresas agrupadas em três macrossetores: indústria, comércio e serviços. Também foram criados três subconjuntos para isolar o peso das gigantes dos setores de petróleo, mineração e energia elétrica: indústria sem Petrobras; indústria sem Petrobras e Vale; e serviços sem energia elétrica. As empresas selecionadas são bastante representativas na economia brasileira: a soma de suas receitas líquidas respondeu, em média, por um índice próximo a 30% do PIB.

O quadro geral da economia no período foi decisivo para o desempenho empresarial. Após a recessão em 2009, desencadeada pela crise financeira mundial de 2008, teve lugar um forte crescimento do PIB em 2010 (7,5%) que não se sustentou. No período seguinte, de 2011 a 2014, resultados modestos se alternaram com outros francamente desfavoráveis, com uma média de crescimento baixo. Para a indústria de transformação a recessão chegou com antecedência, já em 2014, se intensificaria e se espalharia para toda economia nos anos de 2015 e 2016. Somente em 2017 a economia voltaria a crescer, ainda assim sem muita força.

Esse acanhado crescimento médio depois de 2010, seguido de recessão grave e de uma frágil recuperação, formou o pano de fundo do processo trilhado pelas empresas brasileiras de regressão significativa na rentabilidade, no endividamento e no comprometimento do lucro operacional (ou EBITDA) com despesas financeiras. O

estudo mostra que, mesmo com o fim da recessão em 2017, tais efeitos continuaram presentes, compondo o quadro de pouco dinamismo do investimento e da recuperação da economia na atualidade.

A trajetória das empresas em cada uma das etapas da economia brasileira pode ser resumida como se segue.

O crescimento em 2010 criou condições muito favoráveis para as empresas. Para o conjunto das companhias da amostra, envolvendo todos os setores, a margem líquida de lucro neste ano foi de 12,9% (8,5% para o conjunto das empresas industriais, excluída a Petrobras e a Vale). O índice de endividamento líquido oneroso sobre o capital próprio ficou em 51,7% (62,1% para as empresas industriais) e a geração de lucro operacional foi capaz de cobrir 3,2 vezes o volume de despesas financeiras brutas ou 320% das despesas financeiras brutas (2,3 vezes os custos financeiros para as empresas industriais).

No período de baixo crescimento compreendido entre 2011 e 2014 esses indicadores sofreram forte deterioração, numa indicação de que as empresas brasileiras entraram na crise de 2015/2016 já fragilizadas. A margem líquida recua progressivamente para um nível muito baixo, 1,9% considerando o conjunto das companhias não financeiras (3% para a indústria sem Petrobras e Vale). O endividamento subiu para 88,4% (para as empresas industriais, 62,7%, ou seja, praticamente sem variação) e a cobertura da despesa financeira bruta pelo lucro operacional (ou EBITDA) recuou para apenas 1,0 vezes (1,4% no caso da indústria). Ou seja, a geração de lucro operacional (ou EBITDA) passou a ser suficiente apenas para honrar os compromissos financeiros no caso do conjunto das empresas da amostra e algo próximo a isso para as companhias industriais.

O primeiro ano de recessão foi devastador para as empresas. Além da retração rápida e muito intensa do nível de atividade, o aumento das taxas de juros do crédito doméstico e a desvalorização do Real ensejaram um grande crescimento do endividamento e dos custos financeiros. A margem líquida de lucro tornou-se negativa para o conjunto das empresas não financeiras, caindo para -3,6% (1,4% para as empresas industriais), o endividamento oneroso líquido sobre o capital próprio subiu para 115,5% (89,7% para a indústria) e a geração de lucro operacional passou a cobrir apenas uma pequena parcela (30%) do valor das despesas financeiras brutas. Para as empresas industriais, este último índice foi melhor, mas mesmo assim inferior a 1 (70% da despesa financeira bruta).

Como a desvalorização da moeda do ano anterior não se repetiu (ao contrário, houve valorização) e o Banco Central iniciou uma fase de redução dos juros, o segundo ano da recessão, 2016, abriu oportunidade para a melhora dos índices empresariais. O fim da recessão no ano seguinte permitiu nova melhora nos indicadores. O comentário

pertinente sobre os índices empresariais vigentes para o final do período aqui estudado (2017) é que alguns avanços nos indicadores de fato ocorreram, mas em todos os casos foram de pequena envergadura ou mesmo marginais.

A margem de lucro líquido melhorou para a totalidade das companhias não financeiras, alcançando 4,0% e 3,7% para as empresas industriais sem Petrobras e Vale, devido em ambos os casos, principalmente, à redução das despesas financeiras e do menor efeito da variação cambial no biênio 2016/2017. Também melhoraram marginalmente os índices de cobertura das despesas financeiras pelo lucro operacional de ambos os grupos, que se mantiveram apenas um pouco acima da unidade em ambos os casos (1,2 e 1,3, respectivamente). No caso do endividamento sobre o capital próprio o avanço foi pequeno para o primeiro grupo (99,7%), e praticamente não se apresentou para o segundo grupo (89,1%). As taxas de juros ainda muito elevadas do crédito bancário explicam uma parcela relevante do atraso do reajuste da rentabilidade e do endividamento empresarial.

O estudo constatou ainda que após 2011 a retração dos investimentos das empresas se tornou praticamente uma constante, tendo como líder o setor industrial seguido dos demais setores, serviços e comércio. O processo ganha expressão às vésperas da recessão de 2015 e se estende até 2017.

O trabalho mostrou que, para as empresas industriais exceto Petrobras e Vale, o retorno do capital investido (ROIC) teve queda desde 2011, acusando uma recuperação mais significativa apenas em 2017. Como não há investimento sem a perspectiva de lucro, tal trajetória tem relevante papel explicativo na redução das inversões. Nos anos de recessão de 2014 e 2015, a conjuntura se tornou ainda mais adversa ao investimento produtivo em razão do aumento do custo médio ponderado do capital (WACC).

Para as empresas da indústria de transformação em nenhum ano do período 2011-2017, a rentabilidade dos investimentos superou o custo médio do capital. Mesmo o nível de rentabilidade um pouco melhor alcançado em 2017 ficou bem aquém do que seria razoável em relação ao custo médio de capital. Esta constatação sugere que ainda existem obstáculos importantes para a retomada de um ciclo de investimentos produtivos na economia, condição necessária para a saída sustentada da recessão.

Em suma, o período em análise se encerra com indicadores de lucratividade, de endividamento e de cobertura de despesas financeiras abaixo dos recomendáveis para que as empresas virem a página da recente crise e voltem a investir. Este é um condicionante relevante do atual quadro de baixo nível de dinamismo da economia brasileira.

Anexo

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 todas as obrigações com prazos de vencimento inferiores a 365 dias, incluindo debêntures.

Empréstimos de Longo Prazo: são todas as obrigações com prazos de vencimento superiores a 365 dias, incluindo debêntures.

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

Endividamento Bancário Total / Lucro Operacional: mede quantas vezes o estoque das dívidas bancária corresponde à geração de Lucro Operacional.

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.

Despesa Financeira Líquida sobre a Receita Operacional: mede o peso dos encargos financeiros líquidos das receitas financeiras na Receita Operacional

Lucro Operacional (EBITDA) / Despesa Financeira bruta: avalia a capacidade dos lucros operacionais cobrirem as despesas financeiras.

Custo dos produtos e Serviços sobre a Receita Operacional: indica o peso dos Custos de Produtos Vendidos na Receita Operacional.

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 EBDITA (Lucro antes dos Juros ou despesas financeiras líquidas e Tributos, imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido) e a receita operacional líquida; define o percentual de lucro antes da incidência de taxas e impostos em cada unidade monetária de receita.

CAPEX/Depreciação: indicador da relação entre o total das despesas em capital fixo sobre o volume de reservas para depreciação realizadas no ano. O indicador é calculado através da média setorial e apresentado como taxa de variação anual a partir da série encadeada em base 100. O cálculo serve para demonstrar a evolução da taxa de investimento setorial em capital fixo, sendo que a apresentação do indicador somente pela variação anual serve para reduzir as diferenças setoriais em termos de escala produtiva e de volume dos investimentos fixos.

ROIC/WACC: é uma medida do custo de oportunidade do investimento dado pela relação entre a rentabilidade dos investimentos (ROIC) e o custo médio ponderado do capital (WACC).

Indicadores de Rentabilidade: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2017

Macrossetores	Margem Líquida de Lucro								Margem Operacional								Margem bruta de lucro							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indústria	14,1	12,4	5,4	4,5	0,3	-6,5	1,4	4,0	19,9	18,8	10,0	12,8	5,4	1,3	9,0	13,1	32,9	30,0	24,9	25,7	24,1	25,1	26,0	27,3
Indústria sem Petrobras	13,0	11,8	4,4	3,0	3,6	-4,7	3,8	5,4	19,3	19,1	9,4	13,5	11,3	3,6	10,1	13,0	31,4	29,2	24,8	26,8	24,2	22,7	23,8	25,5
Indústria sem Petrobras e Vale	8,5	6,2	3,3	3,5	4,0	1,4	2,4	3,7	13,5	11,8	8,2	9,9	10,0	8,3	7,8	10,0	25,9	22,1	21,2	22,7	22,9	23,1	22,2	23,5
Serviços	12,9	11,5	5,8	7,1	5,2	1,1	6,6	5,1	22,4	21,5	13,2	15,4	15,1	11,5	19,3	14,9	41,4	41,8	39,7	38,1	33,3	30,5	37,4	32,2
Serviços sem energia	14,6	11,4	11,2	10,6	5,2	1,7	5,6	6,6	23,8	21,6	21,5	20,6	17,7	16,9	18,2	17,3	42,9	43,5	43,0	42,2	40,9	39,3	39,6	41,6
Comércio	3,3	2,0	2,4	2,8	2,1	0,5	0,3	0,8	7,4	5,8	6,4	7,0	6,8	4,5	5,2	5,0	28,8	29,9	30,1	30,2	30,7	31,4	34,6	34,7
Total	12,9	11,2	5,2	5,0	1,9	-3,6	2,9	4,0	19,7	18,3	10,6	12,9	8,3	4,6	11,8	12,9	34,9	33,2	29,7	29,5	27,4	27,3	30,4	29,6

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Indicadores de Rentabilidade: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2017

Macrossetores	Taxa de Rentabilidade do Patrimônio Líquido								Taxa de Rentabilidade do Ativo								Taxa de Rentabilidade do Investimento							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indústria	14,8	13,0	6,0	5,2	0,4	-9,9	2,1	5,8	7,4	6,5	2,8	2,3	0,2	-3,1	0,7	2,0	10,4	9,9	5,2	6,6	2,8	0,6	4,6	6,6
Indústria sem Petrobras	17,6	15,3	5,9	4,1	5,2	-7,7	6,8	9,3	7,7	7,1	2,6	1,8	2,1	-2,6	2,3	3,3	11,5	11,4	5,6	7,9	6,6	2,0	6,2	8,0
Indústria sem Petrobras e Vale	13,6	9,8	5,6	5,9	7,2	2,8	5,2	7,9	5,6	4,1	2,3	2,4	2,8	0,9	1,7	2,6	9,0	7,8	5,6	6,7	7,0	5,6	5,7	7,1
Serviços	13,1	11,5	6,7	8,2	6,6	1,5	8,7	6,7	5,5	4,7	2,5	3,1	2,3	0,5	2,9	2,1	9,5	8,8	5,6	6,7	6,6	4,9	8,4	6,1
Serviços sem energia	18,3	12,2	13,8	13,5	6,3	1,9	6,2	7,7	7,2	5,2	5,1	4,9	2,2	0,6	2,2	2,4	11,8	9,8	9,7	9,5	7,4	6,6	7,2	6,4
Comércio	15,5	10,1	11,5	13,9	9,3	1,9	1,1	3,1	3,8	2,6	3,1	3,7	2,6	0,5	0,3	0,8	8,5	7,6	8,5	9,2	8,4	4,8	5,2	4,8
Total	14,3	12,5	6,3	6,3	2,6	-5,5	4,4	6,0	6,6	5,7	2,7	2,6	1,0	-1,8	1,5	2,0	10,1	9,4	5,5	6,7	4,4	2,3	6,0	6,3

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Distribuição de Ativos: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2017

Macrossetores	Aplicação Financeira								Caixa ou equiv. Caixa								Ativo Circulante (exceto caixa e aplicação financeira)							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indústria	4,0	3,2	2,7	1,8	2,7	1,6	1,9	2,4	7,6	7,2	6,8	7,0	7,3	9,6	8,4	8,3	19,0	18,9	17,8	18,1	16,5	16,0	17,2	16,9
Indústria sem Petrobras	3,4	3,5	2,5	2,1	2,4	2,5	2,9	3,4	8,6	7,9	8,6	8,4	8,5	8,8	8,4	7,9	24,7	23,6	22,8	23,5	22,1	21,7	22,5	22,1
Indústria sem Petrobras e Vale	4,5	4,7	3,4	2,9	3,3	3,4	3,9	4,6	9,4	9,6	10,1	9,9	10,4	10,4	9,8	9,1	26,7	26,8	26,3	26,4	25,0	24,6	23,9	24,6
Serviços	2,7	2,9	2,6	2,8	2,5	2,9	2,1	1,9	7,4	7,0	6,4	6,7	5,0	5,8	5,3	5,4	12,2	12,4	14,7	14,3	17,9	15,3	14,0	18,6
Serviços sem energia	2,0	1,7	1,4	1,5	1,3	1,6	1,1	1,6	8,8	8,7	8,2	8,2	6,6	7,5	6,5	6,1	11,5	11,8	13,1	13,5	18,6	13,4	13,3	20,7
Comércio	6,5	4,5	4,9	5,5	4,3	4,6	4,2	6,2	9,8	9,4	12,8	13,7	15,2	14,0	9,6	9,9	42,1	41,8	36,4	32,8	31,7	28,3	38,8	39,6
Total	3,6	3,1	2,8	2,2	2,7	2,2	2,1	2,4	7,6	7,2	6,9	7,2	6,9	8,6	7,4	7,3	17,5	17,4	17,4	17,4	17,7	16,4	17,1	18,7

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

Distribuição de Ativos: Indústria, Comércio e Serviços (em %) - 2010 a 2017

Macrossetores	Imobilizado								Investimento								Outros							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indústria	45,2	45,6	47,8	50,9	52,2	49,9	49,8	49,0	1,5	3,7	3,8	5,0	4,9	3,8	3,8	4,0	22,7	21,4	21,1	17,2	16,4	18,9	18,8	19,4
Indústria sem Petrobras	39,5	38,3	38,5	37,2	37,9	36,3	36,1	35,1	1,4	4,8	5,1	7,1	6,9	5,4	5,5	5,6	22,3	21,9	22,5	21,7	22,2	25,2	24,7	25,9
Indústria sem Petrobras e Vale	32,4	28,8	29,2	27,0	27,3	27,6	29,0	28,2	1,3	4,9	5,2	8,6	8,1	6,1	6,1	6,3	25,7	25,2	25,9	25,2	25,8	27,7	27,3	27,2
Serviços	26,9	26,6	25,3	23,0	20,2	20,0	19,5	18,5	1,5	1,3	1,7	5,0	5,1	5,2	5,3	4,8	49,3	49,8	49,2	48,1	49,3	50,9	53,8	50,7
Serviços sem energia	23,7	22,5	23,6	23,4	20,4	21,3	22,2	20,7	0,8	0,7	1,2	1,9	1,2	1,1	0,8	0,6	53,1	54,6	52,5	51,6	51,9	55,1	56,2	50,3
Comércio	14,9	14,3	14,8	14,9	13,9	12,8	12,8	12,0	0,6	2,2	0,6	1,2	1,4	0,8	0,9	0,6	26,1	27,7	30,5	31,9	33,5	39,5	33,7	31,7
Total	38,0	37,9	38,7	40,4	39,6	38,1	37,1	35,7	1,5	2,8	2,9	4,9	4,8	4,1	4,2	4,1	35,8	28,1	24,2	30,7	29,8	30,5	27,4	28,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

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	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017			
Indústria	1,0	1,0	1,1	1,3	1,5	2,1	2,0	1,9	41,6	43,9	51,5	59,3	75,7	110,5	98,6	86,9	17,6	20,5	17,1	14,0	15,3	15,8	15,2	14,6			
Indústria sem Petrobras	1,3	1,2	1,2	1,3	1,5	1,9	1,9	1,8	51,6	49,1	53,1	54,0	60,3	85,5	82,4	74,4	19,5	24,5	22,7	19,4	21,1	19,9	21,1	21,4			
Indústria sem Petrobras e Vale	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	2,0	2,0	2,0	62,1	59,8	63,2	61,2	67,1	89,7	90,0	89,1	20,7	27,8	25,4	22,8	25,2	23,2	25,3	24,2			
Serviços	1,4	1,4	1,7	1,7	1,9	2,1	2,0	2,2	70,6	76,8	96,2	95,9	116,0	128,3	116,8	120,7	21,2	25,5	19,8	15,6	23,7	23,8	32,0	31,5			
Serviços sem energia	1,5	1,4	1,7	1,7	1,9	1,9	1,8	2,2	79,6	71,7	91,9	99,9	108,9	120,1	105,0	113,0	25,0	24,5	18,1	14,6	26,5	26,5	41,2	39,9			
Comércio	3,1	2,9	2,7	2,8	2,5	2,8	3,0	3,0	113,9	123,9	117,2	116,0	80,7	86,3	103,7	104,9	36,1	34,2	30,2	30,6	39,4	24,6	26,2	31,1			
Total	1,2	1,2	1,3	1,4	1,7	2,2	2,0	2,0	51,7	55,8	66,5	71,5	88,4	115,5	105,5	99,7	19,7	23,2	18,9	15,4	19,4	18,9	21,9	22,0			

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.

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	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017			
Indústria	49,7	49,8	47,1	44,3	39,9	31,8	33,3	34,4	3,4	12,0	7,4	6,1	6,0	4,1	4,9	4,7	7,6	4,4	3,8	3,2	2,3	1,4	1,1	1,6			
Indústria sem Petrobras	44,1	46,5	44,7	42,9	40,6	34,2	34,7	36,1	3,8	12,8	8,6	7,5	8,6	6,6	6,7	6,0	10,4	6,8	6,4	6,0	4,9	3,0	2,2	3,2			
Indústria sem Petrobras e Vale	41,3	42,0	40,4	40,1	38,2	32,9	33,0	33,5	4,3	13,6	9,6	8,0	9,1	7,4	7,1	6,4	12,9	8,6	8,3	8,0	6,6	4,1	2,9	4,0			
Serviços	41,7	41,4	36,9	37,6	34,2	32,3	33,3	31,4	32,1	34,6	25,8	28,3	29,6	27,1	22,9	22,1	28,0	25,9	27,6	33,1	34,2	27,5	35,3	36,9			
Serviços sem energia	39,4	42,3	36,8	36,4	34,3	34,2	36,2	31,7	24,8	41,2	29,3	29,3	33,7	29,1	16,7	15,6	36,2	33,4	30,2	33,4	34,9	25,8	36,1	38,0			
Comércio	24,2	25,7	27,0	26,5	28,2	26,0	24,9	25,0	13,0	6,6	9,0	15,9	26,8	13,7	13,1	19,0	14,7	22,7	41,5	35,5	26,0	13,0	16,3	16,3			
Total	46,1	46,0	42,8	41,4	37,5	31,7	32,9	32,8	14,4	20,5	14,7	14,4	17,2	13,3	14,4	14,8	15,0	12,7	13,8	14,0	12,8	9,2	11,2	12,7			

Fonte: Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras. Elaboração IEDI.