

CEMEC
Centro de Estudos do IBMEC

NOTA CEMEC 06/2015

**CÂMBIO CONTRIBUI PARA RECUPERAÇÃO DE
MARGENS E COMPETITIVIDADE DA INDÚSTRIA**



Agosto de 2015



FIPECAFI
Cultura Contábil, Atuarial e Financeira

O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões de compra ou venda de quaisquer ativos ou quaisquer outras que possam causar danos ou prejuízo de qualquer natureza, aos usuários da informação.

As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais, do IBMEC ou de qualquer de seus apoiadores. Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões. A publicação foi produzida com as informações existentes em agosto de 2015.

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antônio Rocca

Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Elaine Alves Pinheiro e Fernando M. Fumagalli

NOTA CEMEC 06 - agosto de 2015

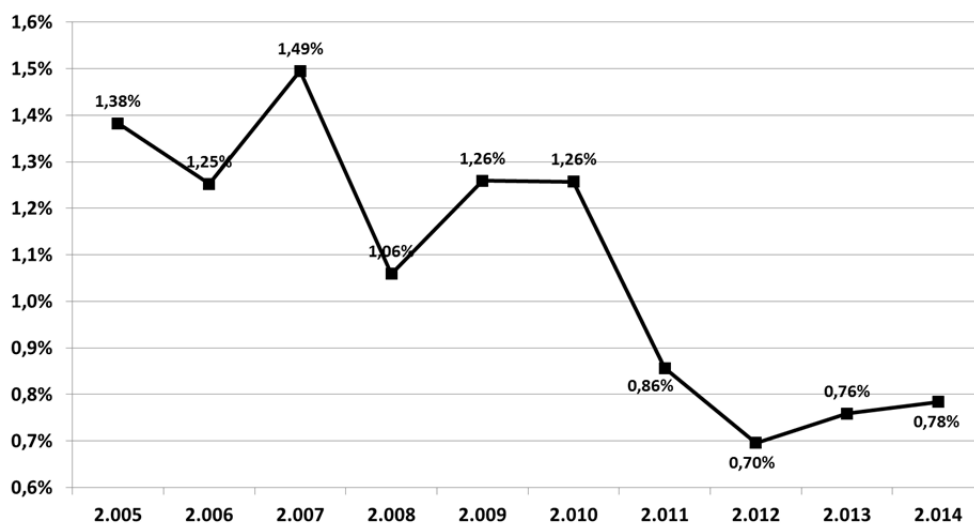
Na Nota CEMEC 05 foram apresentadas evidencias sugerindo o seguinte:

- a. A queda dos investimentos ocorrida desde o início de 2014 é fator básico para explicar o atual ciclo de recessão;
- b. Praticamente toda a redução do investimento ocorreu nas empresas não financeiras;
- c. A análise setorial¹ mostra que especialmente dois grupos de empresas apresentam as maiores quedas de investimentos: empresas especialmente afetadas por políticas públicas (Petrobras, Eletrobras, etanol e outras ligadas) e empresas da indústria de transformação.

Nesta Nota CEMEC 06 o foco é a indústria de transformação. O **Gráfico 01** mostra acentuada queda dos investimentos das empresas da indústria de transformação (em % do PIB). Apesar de alguma recuperação entre 2012 e 2014, nesse ultimo os investimentos caíram para apenas 0,78 % do PIB, com queda de cerca de 40% em relação ao realizado em 2010 (1,26% do PIB).

GRÁFICO 01

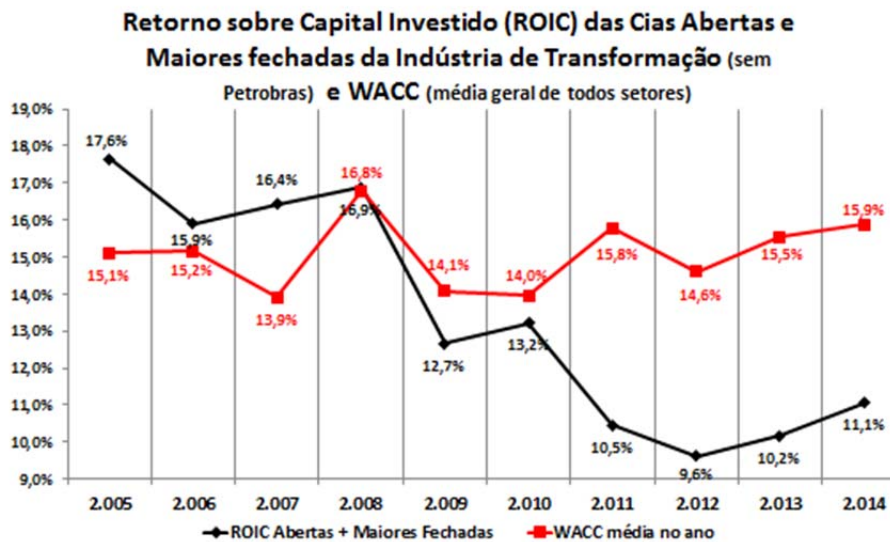
**Lucros Líquidos da Indústria de Transformação (sem Petrobras)
em % do PIB**



¹ Feitas com base na consolidação de balanços de todas as companhias abertas não financeiras e das maiores empresas fechadas das Melhores e Maiores da Revista Exame.

Um fator importante para explicar esse desempenho é a redução da taxa de retorno do capital investido² para níveis que se situam muito abaixo do custo de capital. No **Gráfico 02** pode-se observar que mesmo após alguma recuperação entre 2012 e 2014, a estimativa da taxa nominal de retorno do capital investido caiu de 13,2% a.a em 2010 para 11,1%. A situação ficou ainda menos favorável ao investimento, com a elevação do custo médio ponderado do capital³ de 14,0% aa. para 15,9% a.a., ampliando assim a pequena defasagem de 0,8 p.p. de 2010 para 4,8p.p em relação à taxa de retorno. (ROIC) . .

GRÁFICO 02



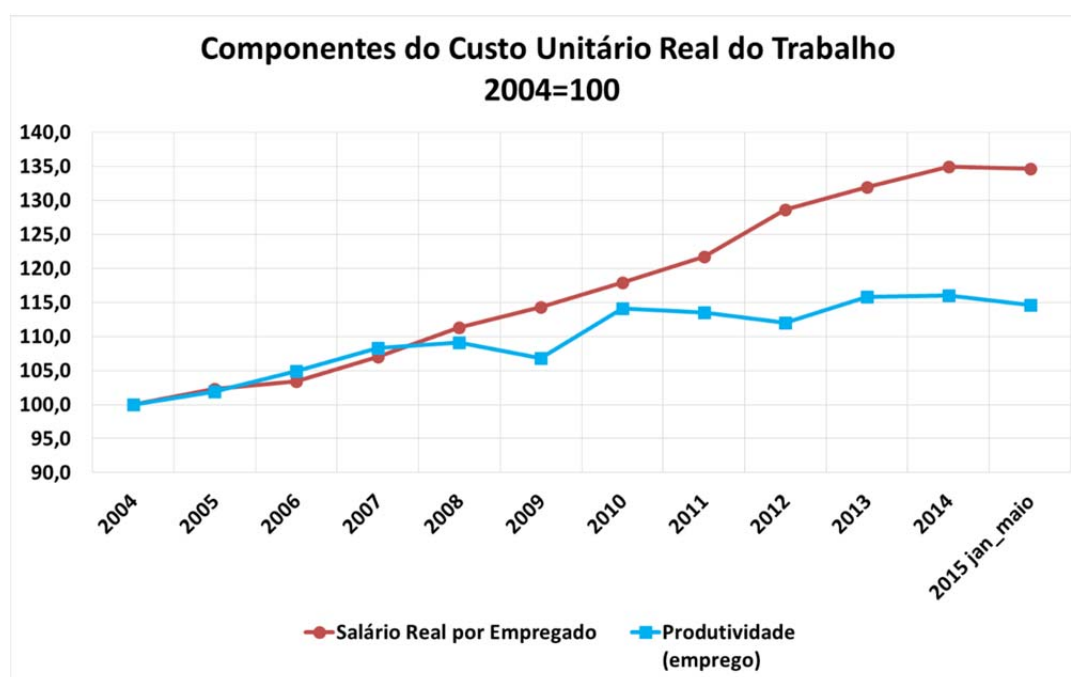
Outros trabalhos do CEMEC⁴ mostram que o principal fator da perda de rentabilidade e competitividade da indústria de transformação tem sido a compressão de margens de lucro bruto, que resulta da dificuldade de repassar a totalidade do aumento de custos para os preços de venda. Ficou evidente que essa dificuldade de repasse de custos teve origem no fato de que o aumento dos preços dos produtos importados em reais foi

² É a taxa de retorno sobre o capital total investido: capital próprio mais capital de terceiros (dívida financeira).

³ Estimativa do CEMEC para uma amostra relevante de empresas não financeiras com ações negociadas na Bovespa.

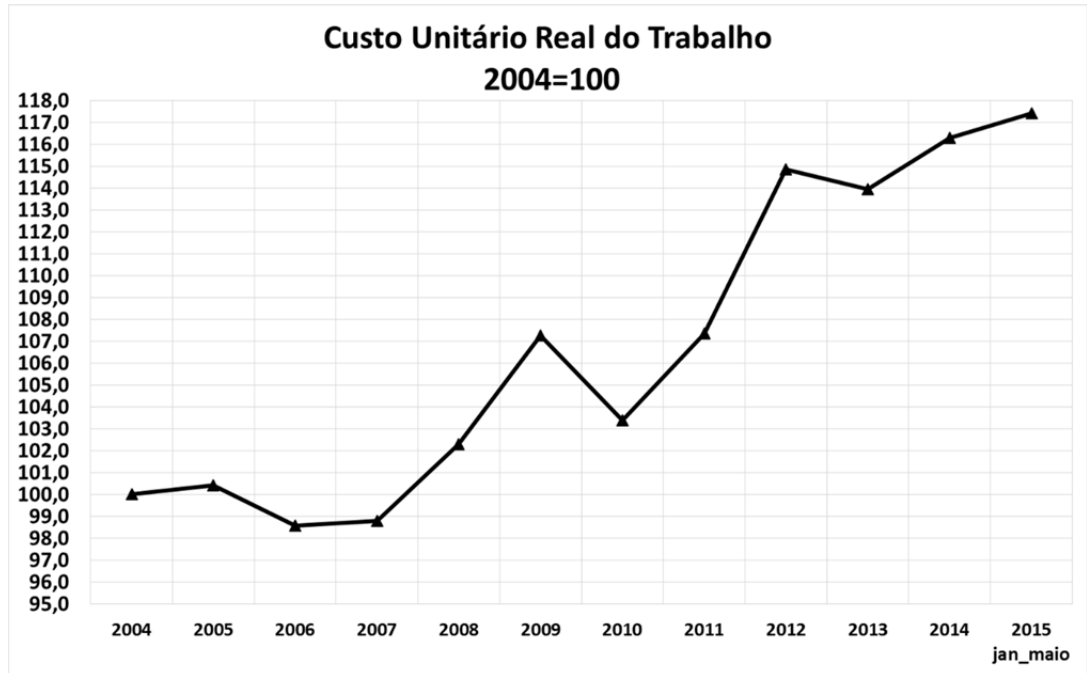
⁴ V. 14º Seminário CEMEC de Mercado de Capitais – Ajuste fiscal e recuperação do investimento – 25/06/2015 - www.cemec.ibmec.org.br

inferior à elevação dos custos e, em especial, do custo unitário do trabalho. O **Gráfico 03** mostra que entre 2004 e 2010 o salário real médio e a produtividade por empregado apresentam tendência de crescimento muito semelhante. Já no período de 2010 a 2014 o salário real por empregado na indústria continua crescendo, e se afasta consideravelmente do índice de produtividade que permanece praticamente estagnado.



O **Gráfico 04** mostra o resultado dessa discrepância, evidenciando considerável crescimento do custo unitário do trabalho.

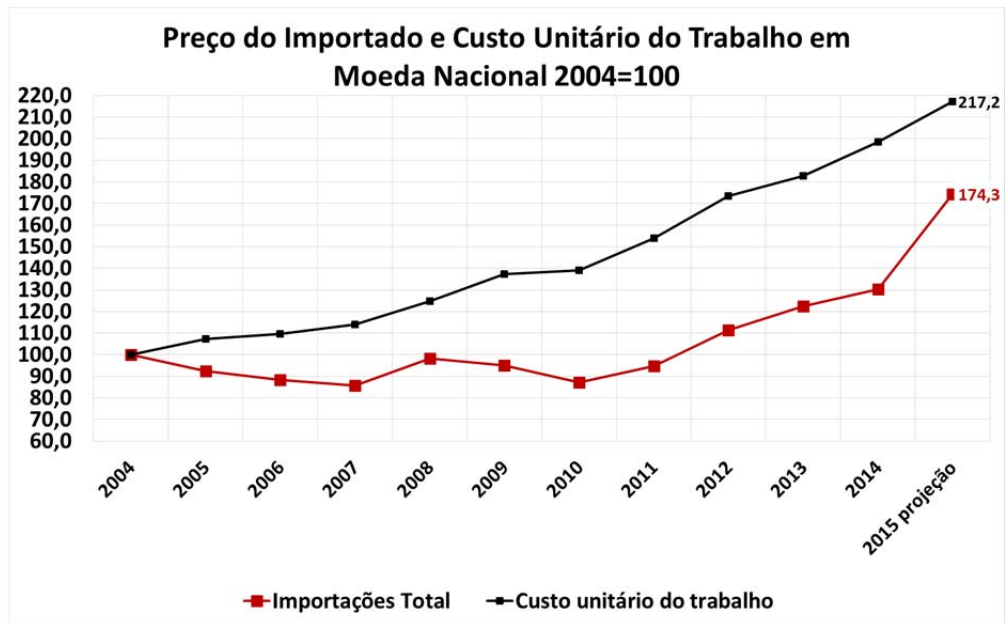
GRÁFICO 04



A compressão de margens resulta da dificuldade de repassar a totalidade dos aumentos de custos para os preços de venda. No caso de produtos industriais, existe uma limitação aos preços que podem ser praticados pelos produtores nacionais, que é dada pelo preço dos produtos industriais importados. No **Gráfico 05** é feita uma comparação entre a evolução do custo unitário do trabalho em reais e um índice de preços dos produtos industriais importados, construído a partir dos índices de preço em dólares desses produtos⁵ e da taxa de cambio.

⁵ Fonte: FUNCEX

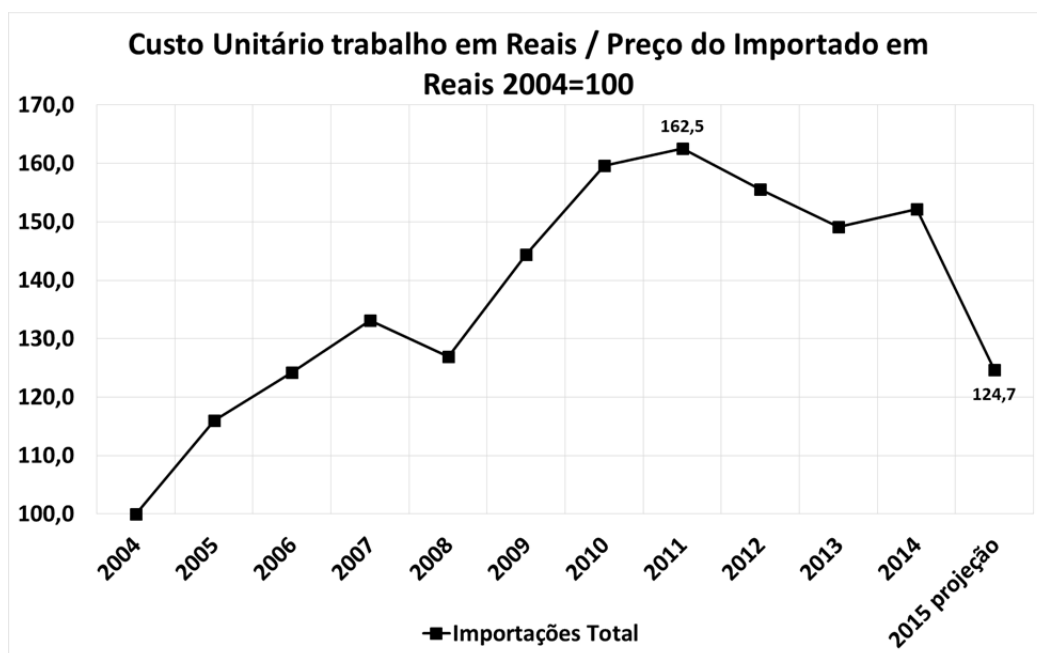
GRÁFICO 05



Usando o ano de 2004 como ano base de ambos indicadores, verifica-se que o custo unitário do trabalho mais que dobra em termos nominais, até atingir o valor de 217,2 em 2014, enquanto que o preço dos importados em reais sobe apenas para 174,3. Em outros termos, parece claro que a combinação de elevação do custo unitário do trabalho com a valorização do real nesse período é um dos fatores importantes para explicar a compressão de margens, a redução de rentabilidade e a queda dos investimentos da indústria brasileira.

É interessante notar que o índice de preço dos importados atribuído ao ano de 2015 incorpora a hipótese de que a taxa de câmbio é de R\$ 3,50 por dólar e o custo unitário do trabalho permaneça no nível observado até maio de 2015. Embora continue existindo uma defasagem entre os dois índices é importante notar que a desvalorização do real já permitiu reduzir consideravelmente a diferença relativa entre os dois índices, contribuindo assim para alguma recuperação de margens. No **Gráfico 06** esse efeito fica evidenciado.

GRÁFICO 06

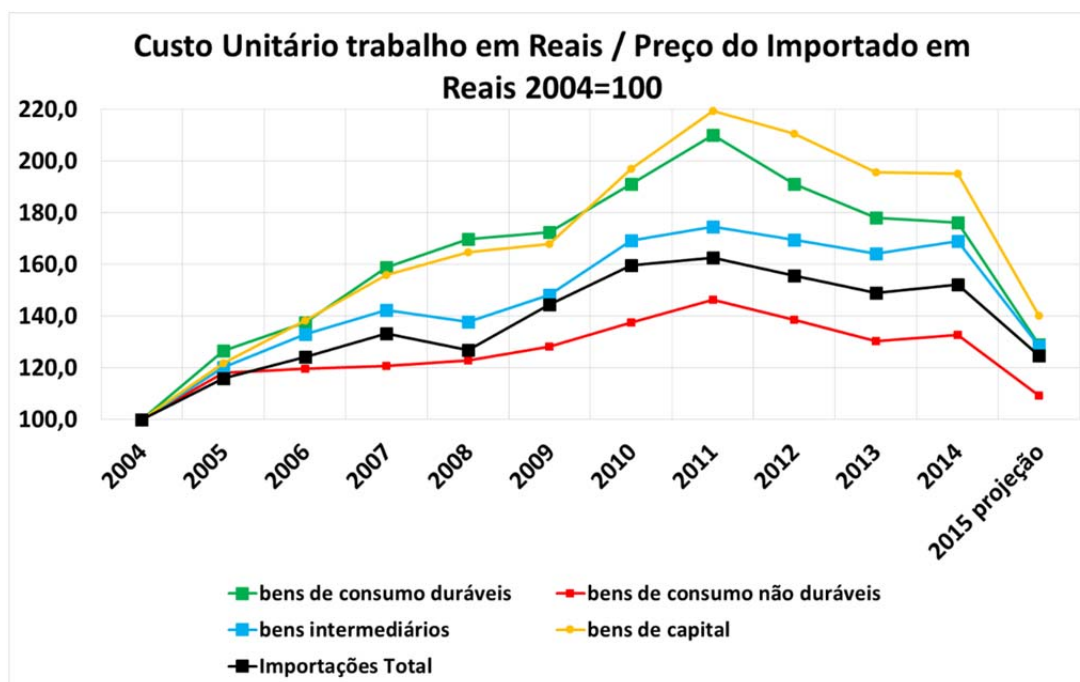


A relação entre o índice de custo unitário do trabalho e o índice de preços de produtos industriais importados que havia atingido 162,5 em 2011, reduziu-se para apenas 124,7 com as hipóteses adotadas.

Finalmente é relevante registrar a existência de situações muito diferentes, conforme a categoria de produtos industriais. O **Gráfico 07** mostra que no caso de produtos de bens de consumo não duráveis a defasagem praticamente foi eliminada enquanto que no caso de bens de capital subsiste ainda diferença considerável⁶.

⁶ Note-se que está sendo utilizado um único indicador do custo unitário de trabalho e da produtividade; numa análise mais detalhada, podem ocorrer diferenças significativas no desempenho de setores tomados isoladamente,

GRÁFICO 07



Provavelmente o aprofundamento da recessão e a queda de demanda não favorecem a recuperação de margens no curto prazo. Entretanto, é razoável supor que os efeitos positivos da desvalorização cambial tenha desde já efeitos positivos em relação à competitividade dos produtos nacionais na exportação e na substituição de produtos importados.