

ÁREA TEMÁTICA : Finanças

REFLEXOS DA VARIAÇÃO CAMBIAL SOBRE OS RESULTADOS DAS EMPRESAS: Um estudo sobre o setor siderúrgico produtor de aço plano no Brasil

AUTORA

ROSANA TAVARES

Universidade de São Paulo

rosana@usp.br

RESUMO

Esse trabalho vai analisar os reflexos da variação cambial sobre os resultados e sobre o valor de mercado das empresas siderúrgicas brasileiras produtor de aços planos nos últimos cinco anos. No período analisado, foram identificados dois cenários distintos: em 2002, quando houve uma aceleração da variação cambial e, em 2003/2004, quando houve apreciação do Real. O desempenho diferenciado de valorização de mercado decorreu do efeito combinado dos melhores resultados operacionais e da redução do endividamento líquido. Com relação à variação cambial, verificou-se fraca relação com o desempenho operacional. Apesar das empresas destinarem parte de sua produção ao mercado externo, não se beneficiaram diretamente no período em que houve forte valorização do dólar e buscaram aumentar faturamento no mercado interno. Ao contrário, no período 2003/2004, com a apreciação do real, as empresas, em geral, conseguiram crescer e melhorar a margem EBIT. Por outro lado, a variação cambial tem reflexos mais evidentes sobre o endividamento e sobre os resultados financeiros. Neste caso, o cenário de apreciação do real tem sido benéfico para os produtores de aço plano, que têm a maior parte de sua dívida denominada em moeda estrangeira, e esse desempenho tem sido observado pelos investidores como positivo.

ABSTRACT

The purpose of this article is to analyze the consequences of the exchange rate fluctuation on the results and market value of the Brazilian flat steel companies, in the last five years. In this period, two different scenarios could be identified: in 2002, when the US dollar strengthened relative to the Real, and, in 2003/2004, when an appreciation of the Real occurred. The abnormal performance of the analyzed companies' market value resulted from the combined effect of higher operating results and the reduction of total debt. Although these companies sell part of their production to foreign market, their results were not benefited in the strong dollar period. In fact, the companies increased sales in the domestic market in that period. In contrast, in 2003/2004, in spite of the appreciation of the Real, the analyzed companies, in general, increased sales and EBIT margin. This research has also verified that the currency fluctuation provoked relevant consequences on the indebtedness and the financial results. The appreciation of the Real has benefited the flat steel producers' results, because have most part of debt denominated in foreign currency. Such performance has been observed as positive.

Palavras-Chave: variação cambial, valor de mercado, setor siderúrgico.

1 – Introdução

Vários autores, entre eles Bartov e Bodnar (1994), Bodnar e Gentry (1993) Jorion (1990) têm se dedicado ao estudo dos efeitos da variação cambial sobre os resultados das empresas e, conseqüentemente, sobre seu valor de mercado. As mudanças no câmbio distorcem as informações financeiras e um dos objetivos dos analistas é separar os efeitos da variação da moeda das mudanças efetivamente operacionais. Os efeitos contábeis da variação cambial são freqüentemente diferentes dos efeitos econômicos e os analistas de negócios devem diferenciar o impacto do câmbio no valor do negócio.

Os demonstrativos financeiros das empresas brasileiras são, em maior ou menor grau, influenciados pela variação cambial, ou a variação, entre dois momentos, da relação existente entre o poder aquisitivo de duas moedas, geralmente o dólar americano.

Em alguns períodos, a variação cambial é superior à taxa de inflação da economia. Nesse cenário de desvalorização cambial, ou queda do poder aquisitivo da moeda nacional em relação à moeda estrangeira, as empresas que assumiram passivos em moedas estrangeiras ou que necessitam importar insumos ou bens, têm seus resultados prejudicados. Por outro lado, as empresas exportadoras, ou que têm aplicações financeiras denominadas em moeda estrangeira, registram aumentos de receitas, por conta dos ganhos com a variação cambial.

Nos períodos em que há uma apreciação da moeda local, ou seja a moeda fica valorizada em relação às moedas estrangeiras, são beneficiadas as empresas que têm posições passivas em moeda estrangeira ou que tenham que importar insumos ou bens. Nesse cenário, as exportadoras registram menores ganhos, e pode haver um aumento do interesse por passivos denominados em moeda estrangeira.

O objetivo deste trabalho é analisar os reflexos da variação cambial sobre os resultados e sobre o valor de mercado das empresas siderúrgicas brasileiras nos últimos cinco anos, particularmente os reflexos sobre o setor produtor de aço plano. No período analisado, poderão ser identificados dois momentos distintos: em 2002, quando houve uma aceleração da variação cambial e, em 2003/2004, quando houve apreciação do Real.

É importante destacar que essas diferenças entre inflação e variação cambial somente são relevantes para curtos períodos de análise, e perdem a relevância no planejamento de longo prazo das empresas pois, no médio e longo prazo, as taxas de câmbio tendem a se ajustar às diferenças de inflação.

A hipótese do trabalho é que o valor de mercado está relacionado ao desempenho operacional, com fraca relação com os efeitos da variação cambial sobre os resultados. Para este estudo, foi feita uma pesquisa bibliográfica relacionada ao tema e pesquisa de dados econômico-financeiros das empresas selecionadas.

O item 2, a seguir, trará os comentários sobre a pesquisa bibliográfica e sobre os reflexos da variação cambial sobre o faturamento, os resultados, e sobre o endividamento das empresas. Trará também breve exposição sobre as características do setor siderúrgico brasileiro. O item 3 descreverá a pesquisa realizada a partir das informações econômico-financeiras dos produtores brasileiros de aço plano, e o item 4 trará as considerações finais.

2 – Revisão Bibliográfica

As demonstrações contábeis devem refletir, em termos monetários, os bens, direitos e obrigações das empresas, em determinada data, bem como os ganhos e perdas auferidos nas atividades desenvolvidas, em determinado período. Em suas atividades, as empresas podem adquirir bens ou direitos, assumir obrigações, gerar receitas ou incorrer em custos e despesas em moeda estrangeira. Nessas situações, as demonstrações devem refletir, da melhor forma possível, a paridade entre as moedas. Para que possam ser analisados os efeitos variação cambial, devem ser reconhecidos quais os ativos e passivos expostos à essa variação.

White *et al.* (2003: 547) explicam que as empresas multinacionais preparam demonstrações financeiras consolidando suas operações domésticas e internacionais. Essas demonstrações são baseadas em diferentes conjuntos de princípios contábeis e diferentes unidades monetárias – as moedas com taxas flutuantes.

A questão da variação das moedas é um importante fator a ser considerado na avaliação de empresas, tanto com a finalidade de concessão de crédito como na avaliação de investimento. O cuidado na consideração da influência da variação cambial sobre o desempenho, sobre o caixa e sobre os resultados das empresas deve ser proporcional ao grau de exposição que essa empresa apresenta para a volatilidade de moedas estrangeiras.

Bartov e Bodnar (1994) explicam que empresas americanas com posição líquida em ativos em moeda estrangeira – *long position*, ou com fluxo de recursos em moeda estrangeira, como por exemplo os exportadores, vão se beneficiar com a depreciação do dólar e sofrer com a apreciação do dólar. Inversamente, empresas americanas com uma posição líquida passiva em moeda estrangeira - *short position*, ou que necessitam adquirir matérias-primas ou bens em moeda estrangeira, por exemplo importadores, vão sofrer com a depreciação do dólar e se beneficiar com a apreciação do dólar.

Entretanto, os analistas de mercado têm alguma dificuldade em avaliar esses reflexos. Shin e Soenen (1999: 196) citando as pesquisas de Jorion (1990), Jorion (1991), Bodnar e Gentry (1993) e Bartov e Bodnar (1994), afirmam que pesquisas empíricas anteriores têm apresentado limitadas evidências entre a relação do valor das empresas norte americanas e as mudanças no valor do dólar.

Bartov e Bodnar (1994) demonstraram que o mercado tem dificuldade de compreender os efeitos das variações das moedas estrangeiras. Eles examinaram uma amostra de empresas multinacionais em que o enfraquecimento do dólar provocaria um melhor resultado e, inversamente, uma apreciação do dólar provocaria uma redução do resultado. Os preços de mercado das ações dessas empresas deveriam reagir no trimestre em que a variação cambial ocorresse. Na pesquisa realizada, esses autores não encontraram reação significativa até o trimestre seguinte, quando os resultados financeiros foram divulgados. Essa reação defasada sugere que uma formação enganosa de preços pode ocorrer, gerando retornos anormais no valor da empresa.

O estudo de Bartov e Bodnar (1994), entretanto, permitiu observar ainda que essa reação defasada aos reflexos da variação cambial sobre os resultados das empresas, apesar de presente, ficou reduzida após a edição da SFAS 52 – *Statement of Financial Accounting Standards 52 – Foreign Currency Translation* (FASB Dec./1981). Ou seja, a amostra considerada foi observada em dois sub-períodos, antes e após a introdução dos novos procedimentos da SFAS 52, permitindo concluir que com um aperfeiçoamento dos procedimentos contábeis, os investidores têm melhores condições de avaliar os reflexos da variação cambial sobre os resultados das empresas. O problema da má formação de preços parece se enfraquecer ao longo do tempo.

Bodnar e Gentry (1993) argumentam que a variação cambial reflete-se diferentemente entre os setores industriais, porque alguns setores estão mais expostos a essa variação – há setores com características de importadores e setores mais exportadores. Esses autores identificaram uma exposição cambial negativa para setores como mineração, construção mecânica pesada, refino de petróleo, comércio atacadista, bens duráveis e serviços. Uma exposição cambial positiva foi identificada para setores como têxtil e confecções, equipamentos de transporte, comércio varejista em geral. Essa conclusão vale para as empresas no mercado norte-americano e pode ser diferente para outros países.

Shin e Soenen (1999) também encontraram relações opostas entre a variação da moeda e os efeitos sobre as empresas e identificaram os setores que reagem positivamente e negativamente. Também identificaram que empresas menores são positivamente relacionadas pela desvalorização do dólar e atribuíram esse fato ao menor acesso aos produtos de *hedge* cambial.

Os trabalhos citados, não analisam, entretanto, os efeitos da variação da moeda sobre o endividamento das empresas norte-americanas, talvez por que não seja relevante a contratação de passivos em moeda estrangeira.

Neste trabalho, procurou-se avaliar os efeitos da variação da moeda não só sobre a geração de receitas – através das exportações, mas também avaliar os reflexos sobre o endividamento e conseqüentemente sobre o resultado financeiro das empresas.

No Brasil, no período de 1999 a 2004, a variação cambial apresentou forte oscilação, e dois cenários bem distintos puderam ser observados, conforme Tabela 1: a desvalorização acentuada durante 2002 e o movimento de apreciação iniciado em 2003, o que influenciou, em variados graus, os resultados das empresas brasileiras, dependendo de suas características setoriais ou de suas características de endividamento.

Tabela 1 – variação do real em relação ao dólar no período 1999 -2004

Final do Período	R\$ / US\$	Variação
1999	1,7890	
2000	1,9554	+ 9,3%
2001	2,3204	+ 18,7%
2002	3,5333	+ 52,3%
2003	2,8892	-18,2%
2004	2,6544	- 8,1%

Fonte: Economática

A pesquisa limitou-se a um setor – os produtores de aço plano no Brasil, possibilitando uma melhor comparação entre as empresas pesquisadas, pois todas têm aproximadamente as mesmas características em relação à variação cambial e todas podem ser consideradas de grande porte, portanto, com mesmo grau de acesso aos produtos financeiros derivativos – *hedge* – para a proteção contra os riscos da exposição cambial.

No Brasil, o setor siderúrgico passou por profundas transformações nos últimos anos, e vem apresentado muito bom desempenho, ganhando competitividade internacional. Em um breve retrospecto do desempenho do setor, o Instituto Brasileiro de Siderurgia – IBS relata que “nos primeiros anos da década de 90, era visível o esgotamento do modelo com forte presença do Estado na economia. Em 1991, começou o processo de privatização das siderúrgicas. Dois anos depois, em 1993, oito empresas estatais, com capacidade para produzir 19,5 milhões de toneladas (70% da produção nacional), tinham sido privatizadas. Entre 1994 e 2004, as siderúrgicas investiram US\$ 13 bilhões, dando prioridade para modernização e atualização tecnológica das usinas. Em 1999, a produção brasileira de aço era de 25 milhões de toneladas no ano. No ano passado, foi de 32,9 milhões de toneladas”.

No Brasil atualmente há 24 usinas produtoras de aço, comandadas pelos grupos empresariais: Acesita, Aços Villares, Companhia Siderúrgica Belgo Mineira, Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST), Gerdau Açominas, Siderúrgica Barra Mansa, Usiminas / Cosipa, V&M do Brasil e Villares Metals. Esse grupo de empresas pode ainda ser dividido entre os produtores de aço plano e produtores de aço não plano. No primeiro grupo, que é analisado por este trabalho, classificam-se as siderúrgicas: Acesita, Cosipa, Companhia Siderúrgica Nacional – CSN, Companhia Siderúrgica de Tubarão – CST, e Usiminas. No segundo grupo estão as empresas dos grupos Barra Mansa, Belgo Mineira, Gerdau, V&M e Villares. Esse trabalho vai concentra-se na análise da variação cambial sobre os resultados e valor de mercado das empresas produtoras de aço plano.

3 – Pesquisa

A análise dos reflexos da variação cambial e da variação de preços sobre as demonstrações financeiras permite várias abordagens. Nesse trabalho focalizou-se o efeito da variação cambial no período recente – últimos 5 anos, no Brasil, em um determinado setor da economia – a produção de aço plano.

Para a escolha do setor foram considerados os seguintes fatores: 1) o volume de exportações e a representatividade das vendas externas sobre o faturamento total das empresas; 2) a estrutura de formação de preços; que permite uma avaliação do impacto dessa variável sobre o faturamento das empresas; 3) existência de informações setoriais relativamente bem organizadas; e 4) acesso aos dados econômico-financeiros, já que a maior parte das empresas é de capital aberto.

O período considerado, de 1999 a 2004, caracterizou-se por forte oscilação da moeda, oferecendo dois momentos bastante distintos – a desvalorização acentuada durante 2002 e o movimento de apreciação iniciado em 2003. Esse horizonte de análise permite, portanto, avaliar os reflexos de cenários distintos sobre uma mesma empresa.

Para avaliar os reflexos da variação cambial e inflação sobre os resultados das empresas, foram consideradas as demonstrações financeiras consolidadas no período focalizado, obtidas através da Economática, e complementadas por outras informações obtidas nos *sites* das empresas.

A pesquisa desenvolveu-se em três etapas:

- a – Análise da composição do faturamento das empresas;
- b – Análise do perfil de endividamento das empresas;
- c – Análise do valor de mercado das empresas.

a – Análise da composição do faturamento das empresas

A evolução do faturamento reflete a variação do número de unidades vendidas e a variação nos preços unitários. Esse aumento de preços pode ou não acompanhar o índice geral de preços da economia. Por exemplo, para uma inflação de 5% no período, os preços unitários dos produtos de uma empresa subiram a uma taxa abaixo da inflação: 4%. Admitindo-se que houve um aumento de 2% no número de unidades vendidas, resultaria em crescimento do faturamento de 6,1%, ou seja $[(1,04 \times 1,02) - 1] \times 100$. Entretanto, o crescimento real desse faturamento seria de 1,0%, descontada a inflação do período, ou seja, $[(1,061 / 1,05) - 1] \times 100$.

O objetivo desta análise é identificar o efeito da variação cambial sobre o faturamento das empresas. Para isso buscou-se identificar a composição do faturamento e quais as variáveis que influenciaram o seu desempenho no período. Partiu-se da premissa que a variação do faturamento é decorrência da combinação da variação de preços com a variação da tonelagem vendida. Nos casos em que foi possível a abertura do faturamento destinado ao mercado interno e ao mercado externo, através das informações complementares a partir dos sites das empresas, considerou-se o efeito da variação cambial sobre os preços do mercado externo.

Além de analisar o efeito da variação cambial sobre o faturamento, buscou-se identificar a existência de relação entre a variação de preços, de vendas físicas ou da variação

cambial como a evolução da margem EBIT – earning before interest and taxes, neste trabalho, calculado pela divisão do Lucro Operacional EBIT sobre o faturamento bruto.

A variação dos preços foi estimada a partir da fórmula:

$$\text{Taxa de crescimento do preço médio} = \frac{(1 + \Delta Fat)}{(1 + \Delta Vendas)} - 1$$

Onde: $\Delta Fat.$ = taxa de crescimento do faturamento, e

$\Delta Vendas$ = taxa de crescimento das vendas físicas

Algumas empresas não divulgam os preços médios praticados no período. Entretanto, estimou-se que:

$\Delta Fat. MI = \Delta \text{ preço médio no MI} \times \Delta \text{ tonelage vendida no MI}$

$\Delta Fat. ME = \Delta \text{ preço médio no ME} \times \Delta \text{ cambial} \times \Delta \text{ tonelage vendida no ME}$

Tabela 2 – Composição do faturamento da Acesita – Balanço Consolidado

ACESITA – consolidado	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Faturamento (R\$ MM)	1.641,3	2.436,7	2.508,3	2.102,7	2.746,4	3.876,6
Var. s/ ano anterior		+ 48,5%	+ 2,9%	- 16,2%	+ 30,6%	+ 41,2%
- Mercado interno	856,9	1.361,4	1.463,6	1.494,0	1.793,1	2.756,6
Var. s/ ano anterior		+ 58,9%	+ 7,5%	+ 2,1%	+ 20,0%	+ 53,7%
- Mercado externo	784,4	1.075,3	1.044,7	608,7	953,3	1.120,0
Var. s/ ano anterior		+ 37,1%	- 2,8%	- 41,7%	+ 56,6%	+ 17,5%
% das exportações sobre o faturamento	47,8%	44,1%	41,6%	28,9%	34,7%	28,9%
Vendas Físicas (mil t)	685,0	722,8	703,7	670,6	716,4	768,4
Var. s/ ano anterior		+ 5,5%	- 2,6%	- 4,7%	+ 6,8%	+ 7,3%
- Mercado interno	571,0	579,1	585,2	Nd	Nd	Nd
Var. s/ ano anterior		+ 1,4%	+ 1,1%			
- Mercado externo	114,0	143,7	118,5	Nd	Nd	Nd
Var. s/ ano anterior		+ 26,1%	- 17,5%			
Preço Médio (R\$ / t) (*)		+ 40,8%	+ 0,2%	- 12,0%	+ 22,3%	+ 31,6%
- Mercado interno (*)		+ 56,7%	+ 6,3%	-	-	-
- Mercado externo (*)		- 0,5%	+17,8%	-	-	-
EBIT (R\$ MM)	179,6	418,5	317,7	360,2	396,4	990,0
Margem EBIT = EBIT/ Faturam. Bruto	10,9%	17,2%	12,7%	17,1%	14,4%	25,5%

Nd = dados não disponíveis

Fonte: Economática e www.acesita.com.br, consulta em 08/12/05

A análise dos indicadores de preços, tonelage vendida e faturamento da Acesita indica fraca relação com a variação cambial, conforme as evidências abaixo:

- Em 2000, o faturamento cresceu basicamente pelo aumento dos preços no mercado interno. Os preços no mercado externo acompanharam a variação cambial do período. Mesmo assim a empresa registrou crescimento na margem EBIT, de 10,9% para 17,2%.

- Em 2001, mesmo com valorização cambial de 18,7%, a empresa reduziu a quantidade exportada em 17,5%, o que, combinado com o menor crescimento da quantidade vendida ao mercado interno, resultou em redução da tonelagem vendida de 2,6%. Como consequência, a margem EBIT reduziu-se de 17,2 para 12,7%. Portanto, verifica-se que a variação cambial não foi favorável ao desempenho operacional da Acesita, nesse período.

- Em 2002, com valorização cambial de 52,3%, a empresa também não se beneficiou de sua condição de exportadora e, na verdade, registrou uma redução da tonelagem vendida de 4,7% e redução de faturamento mais acentuado, de 16,2%, indicando queda também nos preços. O percentual de vendas ao mercado externo, que era de 41,6% do total do faturamento, caiu para 28,9%, ao contrario do que se poderia esperar diante da taxa de valorização cambial. A margem EBIT, entretanto, recuperou-se e voltou ao patamar anterior de 17,1%.

- Em 2003, a despeito da apreciação do real em 18,2%, houve uma recuperação do faturamento do mercado externo de 56,6%. O faturamento total da empresa cresceu 30,6%, combinando o crescimento de 6,8% da quantidade vendida com aumento nos preços. Esse quadro repetiu-se em 2004, com crescimento de faturamento, de vendas físicas e de preços, a despeito da apreciação do real. Nesse último período, a empresa apresentou importante crescimento da margem EBIT.

A segunda empresa produtora de aço plano pesquisada foi a Cosipa, que é controlada pela Usiminas mas, no período analisado, foi considerada como empresa independente.

Tabela 3 – Composição do faturamento da Cosipa – Balanço Consolidado

COSIPA – consolidado	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Faturamento (R\$ MM)	1.441,1	1.905,3 + 32,2%	2.216,8 + 16,4%	3.385,2 + 52,7%	4.462,0 + 31,8%	6.587,3 + 47,6%
- Mercado interno	1.167,3	1.644,2 + 40,9%	1.924,9 +17,1%	2.279,9 +18,4%	3.062,0 + 34,4%	4.453,0 + 45,4%
- Mercado externo	273,8	261,1 - 4,6%	291,9 + 11,8%	1.105,2 + 278,6%	1.400,0 + 26,7%	2.134,0 + 52,4%
% das exportações	19,0%	13,7%	13,2%	32,6%	31,4%	32,4%
Vendas Físicas (mil t)	2.172	2.417 + 11,3%	2.499 + 3,4%	3.540 + 41,7%	3.666 + 3,6%	3.767 + 2,8%
- Mercado interno	1.623	2.013 + 24,0%	2.165 + 7,6%	2.129 - 1,7%	2.159 + 1,4%	2.331 + 8,0%
- Mercado externo	549	404 - 26,4%	334 -17,3%	1.411 + 322,5%	1.507 + 6,8%	1.436 - 4,7%
Preço Médio (R\$ / t) (*)		+ 18,8%	+ 12,6%	+ 7,8%	+ 27,2%	+ 43,6%
- Mercado interno (*)		+ 13,6%	+ 8,8%	+ 20,5%	+ 32,5%	+ 34,6%
- Mercado externo (*)		+ 18,5%	+ 14,0%	- 41,2%	+ 45,0%	+ 74,1%
EBIT (R\$MM)	203,6	300,8	282,5	727,8	819,6	1.975,3
Margem EBIT = EBIT/ Faturam. Bruto	14,1%	15,8%	12,7%	21,5%	18,4%	30,0%

(*) Variação de preços estimados.

Fonte: www.cosipa.com.br, consulta em 08/12/05

Em 2000, o aumento do faturamento da Cosipa ocorreu pelo aumento de preços e volumes vendidos ao mercado interno. Apesar da variação cambial de 9,3%, a empresa reduziu a tonelagem exportada.

Em 2001 também, a despeito da variação cambial de 18,7%, a empresa reduziu as vendas físicas ao exterior. O faturamento do mercado externo aumentou 11,8%, mas perdeu participação relativa sobre o faturamento total da Cosipa.

Em 2002, com a variação cambial de 52,3%, a Cosipa aumentou em 322,5% as vendas ao exterior. Os preços, entretanto, foram reduzidos em relação ao ano anterior. Mesmo assim, o faturamento ao mercado externo cresceu 278,6%, ganhando representatividade perante o faturamento total, e impulsionando a margem EBIT para 21,5%. A variação cambial pode ter auxiliado a margem operacional em 2002, apesar da queda de preços médios.

O que se percebe é que a partir de 2002, a Cosipa atingiu um novo patamar de exportações, e mesmo com a apreciação do real, os preços praticados têm apresentado importante crescimento, o que vem permitindo o crescimento das vendas ao mercado externo, que passou a superar os 30% do faturamento total. Essa estratégia de direcionar maior volume ao exterior, a despeito da variação cambial desfavorável permitiu o aumento da margem EBIT para 30%. No caso da Cosipa, os melhores resultados operacionais, mais recentes, são decorrência da maturação dos importantes investimentos realizados após sua privatização, e da integração, cada vez maior, com a capacidade administrativa e comercial da Usiminas.

Da mesma forma que a Acesita, identificamos fraca relação do faturamento, vendas físicas ao exterior com a variação cambial: a empresa vem aumentando as exportações com o cenário cambial desfavorável.

Tabela 4 – Composição do faturamento da CSN – Balanço Consolidado

CSN – consolidado	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Faturamento (R\$ MM)	3.536,9	4.264,1 + 20,6%	4.831,9 + 13,3%	6.108,2 + 26,4%	8.291,7 + 35,8%	12.250,6 + 47,8%
- Mercado interno	Nd	Nd	Nd	4.528,6	5.832,7 + 28,8%	9.026,6 + 54,8%
- Mercado externo	Nd	Nd	Nd	1.579,6	2.459,0 + 55,7%	3.224,1 + 31,1%
% das exportações	Nd	Nd	Nd	25,9%	29,7%	26,3%
Vendas Físicas (mil t)	4.634	4.388	4.107	5.187	5.031 - 3,0%	4.743 - 5,7%
- Mercado interno	3.011	3.312	3.362	3.379	3.066 - 9,3%	3.298 + 7,6%
- Mercado externo	1.623	1.076	745	1.808	1.965 + 8,7%	1.445 - 26,5%
Preço Médio (R\$ / t) (*)					+ 40,0%	+ 56,7%
- Mercado interno (*)					+ 42,0%	+ 43,9%
- Mercado externo (*)					+ 75,1%	+ 94,0%
EBIT (R\$MM)	749,0	937,7	1.272,6	1.730,3	2.312,4	3.950,8
Margem EBIT = EBIT/ Faturamento	21,2%	22,0%	26,3%	28,3%	27,9%	32,3%

(*) Variação de preços estimada.

Nd = dados não disponíveis

Fonte: www.csn.com.br, consulta em 08/12/05

No período analisado a CSN obteve expressivo crescimento de faturamento, tanto no mercado interno como externo. Esse aumento decorreu dos reajustes de preços, já que o volume comercializado caiu. Em 2004, as vendas ao mercado externo caíram 26,5%, porém o reajuste de preços médios compensou a apreciação do real, possibilitando o aumento do faturamento. Os reajustes de preços beneficiaram a margem EBIT no período analisado.

Da mesma forma que Acesita e Cosipa, identificamos fraca relação do faturamento e resultado EBIT com a variação cambial: as empresa vem aumentando o faturamento ao mercado externo e a margem EBIT mesmo com o cenário cambial desfavorável.

Tabela 5 – Composição do faturamento da CST – não consolidado

CST	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Faturamento (R\$ MM)	1.494,7	2.068,1 + 38,4%	2.080,5 + 0,6%	2.814,2 + 35,3%	3.876,3 + 37,7%	5.517,2 + 42,3%
- Mercado interno	98,7	232,2 + 135,3%	209,0 - 9,9%	177,2 - 15,2%	1.125,8 + 535,3%	2.145,9 + 90,6%
- Mercado externo	1.396,3	1.837,3 + 31,6%	1.872,7 + 1,9%	2.821,0 + 50,6%	3.035,6 + 7,6%	3.682,0 + 21,3%
% das exportações	93,4%	88,8%	90,0%	94,0%	73,0%	63,2%
Vendas Físicas (mil t)		4.742	4.722 - 0,4%	4.733 + 0,2%	4.800 + 1,4%	4.850 + 1,0%
- Mercado interno	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd
- Mercado externo	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd
Preço Médio (R\$ / t) (*)			+1,0%	+ 43,7%	+ 36,9%	+ 38,7%
EBIT (R\$MM)	268,1	479,8	228,6	533,3	810,6	1.608,9
Margem EBIT = EBIT/ Faturamento	17,9%	23,2%	11,0%	19,0%	20,9%	29,2%

(*) Variação de preços estimados, sem considerar a variação cambial.

Nd = dados não disponíveis

Fonte: www .cst.com.br, consulta em 08/12/05

Diferentemente das demais empresas analisadas, o desempenho da CST parece mais sensível à variação cambial. Essa empresa exporta a maior parte de seu faturamento. Até 2002, com a forte valorização do dólar, a empresa manteve a mais expressiva fatia das vendas destinada ao mercado externo. No período analisado a variação do faturamento acompanhou a variação dos preços, já que a quantidade vendida apresentou fraca variação. Esse aumento de preços e o maior destino de vendas ao mercado interno nos últimos dois anos do período analisado, compensou a apreciação do real, e a empresa registrou aumento de faturamento e de margem EBIT.

Tabela 6 – Composição do faturamento da Usiminas – não consolidado

USIMINAS – controladora	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Faturamento (R\$ MM)	2.417,9	3.123,1 + 29,2%	3.797,8 + 21,6%	4.739,9 + 24,8%	6.221,3 + 31,2%	8.803,4 + 41,5%
- Mercado interno	1.989,0	2.724,0 + 37,0%	3.264,0 + 19,8%	3.955,0 + 21,2%	5.208,0 + 31,7%	7.363,0 + 41,4%
- Mercado externo	429,0	399,0 - 7,0%	534,0 + 33,8%	785,0 + 47,0%	1.013,0 +29,0%	1.440,0 + 42,2%
% das exportações	17,7%	12,8%	14,1%	16,6%	16,3%	16,4%
Vendas Físicas (mil t)	3.295	3.693 + 12,1%	4.103 + 11,1%	4.182 + 1,9%	4.044 - 3,3%	4.295 + 6,2%
- Mercado interno	2.537	3.089 + 21,8%	3.270 + 5,9%	3.283 + 0,4%	3.183 - 3,1%	3.453 + 8,5%
- Mercado externo	758	604 - 20,3%	833 + 37,9%	899 + 7,9%	861 - 4,2%	842 - 2,2%
Preço Médio (R\$ / t) (*)		+ 15,3%	+ 9,5%	+ 22,5%	+ 26,9%	+ 33,2%
- Mercado interno (*)		+ 12,5%	+ 13,1%	+ 20,7%	+ 27,6%	+ 30,3%
- Mercado externo (*)		+ 6,8%	-18,3%	- 10,6%	+ 64,8%	+ 58,1%
EBIT (R\$MM)	478,1	780,6	915,2	1.151,4	1.662,9	2.880,7
Margem EBIT = EBIT/ Faturamento	19,8%	25,0%	24,1%	24,3%	26,7%	32,7%

(*) Variação de preços estimados.

Fonte: www.usiminas.com.br, consulta em 08/12/05

A Usiminas vem registrando constantes aumentos de faturamento, beneficiada pelo desempenho do mercado interno, principalmente pelo aumento de preços médios. Em 2000, houve redução das exportações, apesar da variação cambial de 9,3%. Em 2001 e 2003, houve recuperação das vendas ao mercado externo, aproveitando a variação cambial favorável, o que resultou em crescimento da participação do faturamento externo sobre o faturamento total, porém sem melhorar a margem EBIT.

Em 2003 e 2004, a despeito da apreciação do real, que desestimularia as exportações, a Usiminas conseguiu bom crescimento nos preços externos e manteve o crescimento do faturamento do exterior. As exportações têm se mantido no patamar de 16% do faturamento total, mas a margem EBIT apresentou excelente evolução em 2004, mais uma vez indicando fraca relação entre a variação cambial e a rentabilidade operacional.

b – Análise do perfil de endividamento das empresas;

Uma segunda etapa da pesquisa consistiu em tentar isolar o efeito da variação cambial sobre o resultado financeiro das empresas. Essa variação decorre dos passivos e ativos denominados em moeda estrangeira.

Algumas das empresas pesquisadas não trazem a abertura das contas de despesas e receitas financeiras, separando a variação cambial das demais despesas e receitas financeiras. A análise da relação da despesa financeira com a dívida existente na data de encerramento do balanço ou da relação da receita financeira com os saldos de aplicações financeiras existentes naquela data, pode trazer distorções, porque 1-) as empresas analisadas têm se utilizado de operações de *hedge* com derivativos para proteção contra os riscos de taxa de câmbio ou taxa

de mercado, e o saldo dessas operações é contabilizado na demonstração de resultados do exercício; e 2-) os dados referem-se à posição de ativos e passivos do final do exercício e não foram consideradas as variações ocorridas durante o período.

Os reflexos da variação cambial sobre o endividamento em moeda estrangeira podem ser observados nas tabelas 7 a 11, a seguir. Todas as empresas analisadas têm a maior parte de seu endividamento denominado em moeda estrangeira. Porém, o que se verifica no período analisado é um processo de redução da dívida total, que poder ser observado pela redução dos passivos, ou pelo crescimento das aplicações financeiras. Ou seja, essas empresas têm conseguido a redução do endividamento líquido.

Como nos últimos dois períodos analisados a variação cambial foi favorável ao endividamento em moeda estrangeira – houve apreciação do real, esse efeito beneficiou as empresas produtoras de aço plano no Brasil, que têm um perfil de endividamento fortemente caracterizado pela moeda estrangeira.

Tabela 7 – Composição do endividamento da Acesita - consolidado

ACESITA – consolidado	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Endividamento	2.254,7	2.238,3	2.667,1	2.650,5	2.224,0	1.411,7
- moeda estrangeira	1.740,1	1.660,0	2.074,8	1.981,3	2.079,7	1.212,6
- moeda nacional	514,7	578,2	592,2	669,2	144,3	199,1
Aplicações	197,0	400,2	303,0	158,6	470,1	477,8
Despesas Financeiras	354,2	315,5	363,2	336,3	330,3	237,8
Receitas Financeiras	118,4	104,5	96,2	42,6	50,4	94,6

Fonte: www .acesita.com.br, consulta em 08/12/05 e Economática

Tabela 8 – Composição do endividamento da Cosipa - consolidado

COSIPA – consolidado	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Endividamento	2.514,5	3.250,3	3.412,4	4.745,8	4.075,5	3.156,9
- moeda estrangeira	1.195,4	1.865,0	2.713,4	3.941,3	3.017,5	2.717,0
- moeda nacional	1.319,1	1.385,3	699,0	804,5	1.058,1	439,9
Aplicações	58,5	301,8	131,5	137,1	177,2	325,0
Despesas Financeiras	214,7	356,0	502,5	1.855,6	409,0	458,3
Receitas Financeiras	16,7	104,0	-38,5	310,6	-48,9	-0,3

Fonte: www .cosipa.com.br, consulta em 08/12/05 e Economática

Tabela 9 – Composição do endividamento da CSN - consolidado

CSN	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Endividamento	4.562,6	5.158,4	5.571,2	6.982,5	9.208,5	8.469,7
- moeda estrangeira	4.338,9	4.932,3	5.328,8	5.707,5	6.288,4	6.758,3
- moeda nacional	223,7	226,1	242,4	1.275,0	2.920,1	1.711,4
Aplicações	30,1	39,6	59,9	141,1	224,9	109,5
Despesas Financeiras	711,4	1.429,5	481,6	667,2	250,1	883,9
Receitas Financeiras	689,5	225,3	117,1	1.333,3	-785,6	-38,0

Fonte: www .csn.com.br, consulta em 08/12/05 e Economática

Tabela 10 – Composição do endividamento da CST – não-consolidado

CST	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Endividamento	1.927,3	1.944,3	2.242,5	3.041,5	2.242,1	1.408,0
- moeda estrangeira	1.732,5	1.607,7	1.773,7	2.512,4	2.242,1	1.408,0
- moeda nacional	194,8	336,6	468,8	529,1	0	0
Aplicações	152,9	245,7	153,4	369,0	417,8	388,0
- moeda estrangeira	87,4	146,2	134,2	346,6	401,6	292,1
- moeda nacional	65,4	99,5	19,2	22,4	16,1	95,9
Despesas Financeiras	844,6	252,5	343,8	606,1	-174,0	99,4
Receitas Financeiras	76,1	65,3	25,5	15,1	10,6	17,7

Fonte: www .cst.com.br, consulta em 08/12/05 e Economática

Tabela 11 – Composição do endividamento da Usiminas – não-consolidado

USIMINAS – controladora	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Endividamento		3.639,8	3.528,7	3.817,3	2.496,0	1.560,2
- moeda estrangeira		2.027,7	1.968,5	2.560,9	1.581,1	882,8
- moeda nacional		1.612,1	1.560,2	1.256,4	914,9	677,4
Aplicações		195,4	158,1	461,1	442,7	1.398,1
- moeda estrangeira		86,1	133,0	158,0	nd	Nd
- moeda nacional		109,3	25,1	303,6	nd	Nd
Despesas Financeiras			819,3	1.557,5	851,8	473,4
Receitas Financeiras			214,6	641,0	491,1	174,5

Fonte: www .usiminas.com.br, consulta em 08/12/05 e Economática

c – Análise do valor de mercado das empresas.

Na terceira etapa da pesquisa, buscou-se identificar os reflexos da variação cambial sobre o valor de mercado das empresas analisadas. Inicialmente, buscou-se identificar qual foi a oscilação do valor de mercado no período analisado para compará-la com a oscilação do índice Bovespa, tomado aqui como um indicador da performance média do desempenho de todas as ações.

Tabela 12 – Evolução do valor de mercado das empresas analisadas

Valor de Mercado (R\$MM)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Acesita	839,5	750,4 - 10,6%	512,6 - 31,7%	683,5 + 33,3%	1.211,0 + 77,2%	2.882,0 + 138,0%
Cosipa	-	126,2	1.442,0	1.002,0 -30,5%	2.524,0 +151,9%	4.768,0 + 88,9%
CSN	5.021,0	4.124,0 - 17,9%	2.618,0 - 36,5%	3.669,0 + 40,2%	11.240,0 + 206,4%	14.063,0 + 25,1%
CST	1.504,0	1.046,0 - 30,5%	1.073,0 + 2,6%	2.008,0 + 87,1%	5.149,0 + 156,4%	7.978,0 + 54,9%
Usiminas	2.108,0	1.889,0 - 10,4%	1.400,0 - 25,9%	1.411,0 + 0,8%	7.448,0 + 427,9%	11.835,0 + 58,9%
Índice Bovespa	17.091	15.259	13.577	11.268	22.236	26.196
Varição s/ ano anterior		- 10,7%	- 11,0%	- 17,0%	+ 97,3%	+ 17,8%

Fonte: Economática

A tabela 12 mostra que até 2001, as empresas não ofereciam boa valorização. Em 2002, apesar do fraco desempenho do mercado acionário, as empresas analisadas, com exceção da Cosipa, começaram um processo de valorização, que nos últimos dois períodos analisados, superou bastante a evolução do mercado. Apesar de se caracterizar como um setor exportador, e que portanto poderia ficar desfavorecido no ambiente de apreciação do Real dos últimos dois anos, os investidores identificaram os esforços de melhorias operacionais, refletidos nos ganhos de margens EBIT.

4 - Considerações Finais

O objetivo deste trabalho foi analisar os reflexos da variação cambial sobre os resultados e sobre o valor de mercado das empresas siderúrgicas brasileiras, particularmente os reflexos sobre o setor produtor de aço plano - as empresas Acesita, Cosipa, CSN, CST e Usiminas, no período dos últimos cinco exercícios sociais, de 1999 a 2004.

A análise fundamentalista destas empresas poderia indicar que o desempenho diferenciado de valorização de mercado, conforme verificou-se na tabela 12, decorreu do efeito combinado dos melhores resultados operacionais – melhoria de margem EBIT, que foi identificado nas tabelas 2 a 6, e da redução do endividamento líquido, que foi identificado nas tabelas 7 a 11.

Com relação à variação cambial, verificou-se fraca relação com o desempenho operacional. Apesar das empresas destinarem parte de sua produção ao mercado externo, não se beneficiaram diretamente no período em que houve forte valorização do dólar e buscaram aumentar faturamento no mercado interno. Ao contrário, no período 2003 e 2004, com a apreciação do real, as empresas, em geral, conseguiram crescer nos dois mercados – interno e externo, e melhorar a margem EBIT. Como essas empresas também importam matérias-primas e muitos componentes, o período de apreciação do real pode beneficiar a evolução dos custos das empresas, o que ajudaria a explicar os ganhos de EBIT.

Por outro lado, a variação cambial tem reflexos mais evidentes sobre o endividamento e sobre os resultados financeiros. E, nesse caso, o cenário de apreciação do real tem sido

benéfico para os produtores de aço plano, que têm a maior parte de sua dívida denominada em moeda estrangeira. As empresas conseguiram, portanto, nos últimos dois períodos analisados reduzir a dívida líquida, e esse desempenho tem sido observado pelos investidores como positivo.

Esse trabalho poderia ser ampliado para a análise de empresa de outros setores de atividade, possibilitando a comparação da performance das empresas de diferentes segmentos de mercado em cenários de forte oscilação da moeda.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

BARTOV, Eli; BODNAR, Gordon M. *Firm valuation, earnings expectations, and the exchange-rate exposure effect*. The Journal of Finance, V 49, n.5, pp.1755-1785, December 1994.

BODNAR, Gordon M, GENTRY, W M, *Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan, and the USA*. J Int. Money Finance. N. 12, 29-45, 1993.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

JORION, Philippe. *The exchange-rate exposure of US multinationals*. J Bus. 63, pp. 331-345; 1990.

JORION, Philippe. *The pricing of exchange rate risk in the stock market*. Journal of Financial Quantitative Analysis; 26, pp 363-376; 1991.

SHIN, Hyun-Han; SOENEN, Luc. *Exposure to currency risk by US multinational corporations*. Journal of Multinational Financial Management. N. 9, pp.195-207, 1999.

WHITE, Gerald I., SONDHI, Ashwinpaul C., e FRIED, Dov. *The Analysis and use of financial statements*, 3ª ed. John Wiley & Sons, 2003. Cap. 15

Economática

Instituto Brasileiro de Siderurgia – IBS – www.ibs.org.br, consulta em 05/12/05.

Sites das empresas pesquisadas:

- Acesita: www.acesita.com.br
- Cosipa: www.cosipa.com.br
- Companhia Siderúrgica Nacional: www.csn.com.br
- Companhia Siderúrgica de Tubarão: www.cst.com.br
- Usiminas: www.usiminas.com.br