

Os Desafios do Investimento e da Indústria no Brasil: um Drama em Seis Atos

Fábio Henrique Bittes Terra*

Resumo

Este *short paper* objetiva debater os problemas do investimento no Brasil pós-crise, quais sejam, sua dificuldade de superar a casa dos 20% do PIB e seu caráter volátil. Para tanto, o artigo caminha pela seguinte lógica: revisa-se a teoria da decisão de investimento de Keynes (1964) e, após isso, usa-a como referencial de apreensão e análise das dificuldades enfrentadas pela indústria no Brasil. Por entender-se o investimento industrial como o mais relevante para os ampliar e sustentar os investimentos em agregado, as dificuldades da indústria explicam os problemas percebidos na taxa de investimento do país.

Palavras-chave: Indústria, Investimento, Economia Brasileira, Keynes, Decisão de

Investimento

Abstract

This contribution aims to discuss the issues recently faced by investments in Brazil, namely its difficulty to overcome 20% of the Brazilian GDP e its volatile character. To reach this purpose, the paper pursues the following track: first, it is reviewed Keynes' (1964) investment decision theory. Second, this theory is used as a theoretical benchmark to apprehend and analyse the challenges that confront the industrial sector of the Brazilian economy. In the view that the industrial investment is the most relevant to both sustain and expand the aggregate level of investment, the issues that come up against the industry in Brazil explain the perceived problems in the Brazilian investment rate.

Keywords: Industry, Investment, Brazilian Economy, Keynes, Investment Decision

JEL Classification: E2, E12, L6

* Pós-Doutor em Economia pela Universidade de Cambridge, Reino Unido. Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. O autor reconhece com gratidão o apoio do Estado Brasileiro, via CAPES e CNPq, à pesquisa que viabilizou a produção deste artigo.

1. Introdução

Na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (TG) Keynes (1964) tanto mostra a lógica de uma economia em que a moeda não é neutra e os mercados não são autoequilibrantes quanto propõe políticas para se evitarem os ciclos econômicos. As flutuações na demanda ocorrem porque, dado o futuro incerto, a retenção de moeda pode ser preferível ao gasto e, se for este o caso, as decisões de consumo e, principalmente, de investimento, são postergadas. Porém, como Keynes deixa claro, a variável determinante da dinâmica econômica é o investimento e, assim, suas oscilações causam variações no emprego, no produto e na renda.

A partir desta ideia central de Keynes na TG, analisando-se a economia brasileira entre o início de 1990 e meados de 2000 percebe-se em nosso país sérias dificuldades para elevar o investimento. Com o aumento tímido, mas presente, da taxa de investimento partir da segunda metade dos anos 2000, os problemas passaram a ser de duas naturezas: por um lado, de sustentação de um ritmo crescente de investimento e, por outro lado, de superação do seu teto de aproximadamente 20% do PIB. Nesse particular, embora investimentos sejam feitos por todos os setores econômicos, a indústria é o setor cuja inversão encadeia-se de forma mais intensa, de forma que se o investimento industrial vai mal, difícil será ao País ampliar e sustentar, em alto patamar, seu estoque de capital.

Neste contexto, este artigo apresenta a lógica da decisão dos investimentos em Keynes para, então, aplicá-la ao caso brasileiro, a bem de se debaterem as causas dos empecilhos enfrentados pela indústria no Brasil e que, por consequência, implicam os referidos problemas ao investimento no país. Para tanto, após a primeira seção apresentar a teoria keynesiana do investimento, as seções que se seguem discutirão seis problemas que desafiam a indústria no país: (1) o longo período de câmbio valorizado, (2) o constante aumento dos custos de produção, (3) o custo de oportunidade dos ativos financeiros, (4) a distribuição de renda desfavorável à indústria, (5) o cenário internacional, e, por fim, (6) a deterioração das desconfiadas expectativas industriais.¹

2. O que Determina o Investimento?

Para Keynes (1964), o investimento é resultado de um processo que tem como ponto de partida o desejo do empresário pelo lucro. Inicialmente, o empresário calcula a eficiência marginal do capital (EMgC), que é a taxa que iguala o valor presente das rendas esperadas do ativo de capital a ser adquirido, ao custo corrente de produzi-lo. No denominador das rendas esperadas (lucros líquidos esperados) estão os custos de produção, que são de mais fácil apreensão, pois sabe-se com certa precisão os custos do trabalho, dos insumos, dos impostos, etc. No numerador têm-se as receitas esperadas, de caráter extremamente subjetivo, pois dependem das esperanças de vendas do empresário, que são inerentemente incertas, pois o futuro é imprevisível. Estimada a EMgC, o empresário confronta-a com as taxas de juros oferecidas por ativos financeiros comparáveis ao bem de capital em que ele pretende investir. Ocioso dizer que para a realização do investimento, a EMgC deve ser pelo menos igual à taxa de juros do ativo financeiro comparável.

Logicamente, o investimento não terá trajetória favorável caso se verifiquem os quatro seguintes casos: (1) as expectativas de receita forem ruins; (2) os custos forem altos e/ou crescentes; (3) se (1) e (2) ocorrerem ao mesmo tempo – isto é, expectativas ruins *vis-à-vis* custos desfavoráveis; e, por fim, (4) a curva de juros da economia, complexo de retorno do conjunto dos ativos financeiros, for atrativa ao investimento financeiro ao invés do produtivo.

¹ Esta ordenação não representa hierarquia.

Por sinal, o caso (4), taxas de juros elevadas, é um problema em si, mas também é uma questão relativa ao caso (1), pois se as expectativas são confiantes, um “over-optimism triumphs over a rate of interest which, in a cooler light, would be seen as to be excessive” (Keynes, 1964, p. 322). Logo, utilizar-se-ão tais quatro casos para se analisarem como os desafios enfrentados pela indústria impedem um crescimento robusto do investimento no Brasil.

3. O Primeiro Ato: o Longo Período de Câmbio Valorizado

A taxa de câmbio no Brasil manteve-se valorizada entre 2005 e 2014, com uma breve exceção do segundo semestre de 2008 ao primeiro de 2009, quando a economia brasileira foi contaminada pela crise internacional. Como a valorização cambial acompanhou o aumento do salário real, discutido no ato abaixo, gerou-se a elevação da renda nacional em dólares. Ademais, este processo ocorreu sem que antes a indústria nacional ganhasse competitividade frente aos produtores estrangeiros.

Assim, embora a valorização cambial significasse ao produtor nacional menores custos para adquirir bens de capital e insumos, a expectativa de demanda desviada ao exterior não implicou investimentos para além dos setores imediatamente envolvidos com a exportação de *commodities*. Logo, parcela da demanda nacional traduziu-se em aumento de importações, principalmente de *tradeables* da indústria de transformação, cuja defasagem da indústria nacional é notável em relação aos *players* globais. Ademais, os ganhos de produtividade que poderiam ocorrer pela maior competição das empresas brasileiras com as estrangeiras também não puderam acontecer, exceto nos setores produtores de *commodities*, pois os empresários não investiam na medida em que observaram a maior renda nacional traduzir-se em déficit comercial, isto é, demanda nacional por oferta externa.

Em termos macroeconômicos, este resultado foi observado nos crescentes déficits em transações correntes a partir de fins de 2007, quando as importações, impulsionadas pelo câmbio valorizado não cederam, mas os preços da pauta de exportação brasileira, dominada por *commodities*, assumiram comportamento volátil de 2008 a 2010 até que, de 2011 em diante, se reduziram. O desestímulo ao investimento causou tamanha defasagem estrutural da competitividade brasileira ao longo dos últimos anos, de modo que em 2014, mesmo diante da maior desvalorização cambial dos últimos dez anos, a economia brasileira incorreu em déficit comercial, algo que não ocorria desde 2000.

4. O segundo Ato: Constante Aumento de Custos

Vários fatores concorrem para conformar este ato enquanto um desafio à indústria, tais como: os custos de infraestrutura, dos impostos, financeiros (custos do capital de giro e do capital quando há captação em fontes privadas), de contratação e treinamento de mão-de-obra, custos intangíveis, como o da burocracia e do risco de não cumprimento de contratos. Porém, o mais importante dos custos em expansão é, ironicamente, o mesmo que ajudou na melhoria da distribuição de renda no país: a política de valorização real do salário mínimo.

A referida política implicou forte expansão do setor de serviços e, conseqüentemente, uma maior demanda de não *tradeables*, em nível tal que aqueceu o mercado de trabalho, pressionando ainda mais os salários. Estes dois efeitos se somaram, resultando em um aumento salarial maior do que os ganhos de produtividade – que, como já mencionado, se concentraram nos setores exportadores de *commodities*. Nesse particular, segundo FIRJAN (2014), entre 2010 e 2014, o custo unitário de produção cresceu 11,6% e os ganhos de produtividade subiram apenas 0,2%. Os custos crescentes deprimiram a EMgC dos planos de

investimento industrial, sem que expectativas de maiores vendas atuassem em sentido contrário.

Dados do Ipeadata (2015) mostram que partindo de uma base 100 na média de 2006, o faturamento real médio da indústria em geral alcançou 126,4 na média de 2014, ou seja, um aumento de 26,4 pontos percentuais (p. p.). No mesmo período, a folha de pagamentos real da indústria em geral do estado de São Paulo saiu de uma base 98,62 na média de 2006 e chegou à média de 132,91 em 2014, isto é, um incremento de 34,29% p.p.. Confirma-se, assim, a defasagem no ritmo de expansão das receitas relativamente aos custos.

Para piorar o drama industrial, a indexação formal do salário mínimo, efetiva desde 2011, implica um comportamento preventivo do empresário que busca antecipar-se aos aumentos automáticos do salário para evitar a compressão da margem de lucro. A solução, dada a ausência ganhos de produtividade, é o aumento de preços que, contudo, gera efeitos negativos à própria indústria, pois funciona como uma valorização do câmbio real. Resulta-se em o empresário objetivamente perceber seus custos se expandirem sem que, subjetivamente, tenha razão para acreditar no crescimento de suas receitas, gerando-se uma desestimulante EMgC.

5. O Terceiro Ato: O Custo de Oportunidade dos Ativos Financeiros

Enquanto o industrial percebe a EMgC dos ativos de capital minguarem, ao olhar para o sistema financeiro nacional ele enxerga a opção de investir em ativos financeiros com elevada remuneração em curtíssimo prazo (inclusive diária, como o Certificado de Depósito Bancário, as Letras de Crédito Imobiliário e as Letras de Crédito do Agronegócio etc.), de liquidez imediata, e sem risco, pois “lastreadas” nos títulos públicos negociados pela autoridade monetária em suas operações de mercado aberto da política monetária. Não obstante, remuneração ainda maior, com baixo risco, elevada liquidez e de prazo não muito longo, é encontrada na dívida pública utilizada para captação de recursos para cobertura orçamentária, isto é, para fins fiscais, que partem do retorno oferecido pelas referidas operações de mercado aberto.

A estrutura do mercado monetário brasileiro explica tais condições, uma vez que os mercados de títulos públicos de curto e longo prazos foram fundidos nos anos de alta inflação e não foram reformados com a estabilidade pós-1994. No Brasil, acessa-se, facilmente e sem riscos, uma taxa de juros básica elevada, e é esta a taxa mínima de atratividade que é comparada à EMgC. A curva de juros só não será um custo de oportunidade à inversão produtiva quando os retornos esperados forem bastante elevados, algo que não é trivial. Aliás, não é por menos que o investimento no Brasil se ampliou em um período economicamente atípico, de 2004-2008 no *boom* pré-crise, época em que as expectativas de retorno, de tão animadas – algo comum nos *booms* – enfrentaram uma taxa de juros básica superior a dois dígitos.

6. O Quarto Ato: A Distribuição de Renda Desfavorável à Indústria

Caso se separe a economia em três classes, trabalhadores, rentistas e empresários e se tome a expansão dos salários reais, juros e lucros como *proxy* das participação das remunerações das referidas classes no PIB do país, a partir de 2012 tem-se uma redução da renda do setor industrial em favor do trabalho, em menor grau e, dos rentistas, sobretudo. Para tanto, basta inferir-se que, se a variação dos salários e dos juros é superior à do PIB, a remuneração de alguma classe precisa diminuir para que a das outras aumente: a classe perdedora foi a indústria. Para corroborar este raciocínio, veja-se a redução

relativa da participação da indústria, notadamente a de transformação, no PIB que, segundo FIESP (2014), alcançou 13% em 2014, patamar equivalente ao ano de 1956.

Os primeiro e segundo atos também caminham no sentido de confirmar a distribuição de renda desfavorável à indústria. No primeiro ato, a persistência do câmbio valorizado implicou desvio de receita para a indústria internacional em detrimento da nacional. No segundo ato, os custos expandindo-se em velocidade superior ao aumento de receitas significaram que a indústria transferiu mais renda aos fatores de produção do que deles recebeu.

7. O Quinto Ato: O Cenário Internacional

Não bastassem os problemas domésticos, o setor externo também é, por si, um desafio. No resto do mundo o cenário econômico é caótico desde que a crise econômica de 2008 colocou as economias desenvolvidas em uma longa convalescença, a ponto de implicar o esfriamento da locomotiva mundial do século XXI, a China. Ademais, as economias da Zona do Euro sequer conseguem debater a reestruturação produtiva necessária para que seu lado real se ajuste e de sobreviva à moeda única. O cenário ainda se concentra em como evitar a saída da Grécia da união monetária e o conseqüente colapso da confiança no Euro enquanto moeda. Outrossim, Japão, Estados Unidos, Reino Unido e a própria Zona do Euro estão a desvalorizar suas moedas por meio de *quantitative easing*, buscando baratear o acesso a elas e, assim, aumentar a demanda externa pela suas ofertas domésticas.

Em suma, as principais economias desenvolvidas que são parceiras comerciais do Brasil não estão apenas com reduzida demanda externa, mas também buscando exportar cada vez mais. Nestas condições, o espaço internacional disponível para a indústria brasileira não motiva novos investimentos industriais que poderiam buscar a demanda do resto do mundo como fonte de receita. O que se tem no máximo é o empresário nacional visando a manter operando no que lhe resta do mercado local.

8. O Sexto Ato: A Deterioração das Desconfiadas Expectativas Industriais

Obviamente, os cinco atos descritos acima resultam em desconfiadas expectativas industriais a ponto de o Índice de Confiança do Empresário Industrial² estar, em fevereiro de 2015, em seu piso histórico: 32,20 (CNI, 2015). Porém, não são estes cinco elementos os únicos responsáveis pela desconfiança. A eles, se somam outros fatores, que acabaram por deteriorar o que já não estava bom.

Houve um intenso descredito com relação aos rumos da política econômica pós-2012, em função vários fatores, tais como: a imposição de taxas de retorno em setores que o governo queria concessionar; de mudanças unilaterais em mercados (como o de energia); da oficialização de pedaladas fiscais e do fechamento de resultado com receitas extraordinárias ou com criação de restos a pagar; da não convocação das reuniões dos Conselhos de Desenvolvimento Industrial e do Desenvolvimento Econômico e Social; da confusa sinalização dos passos futuros da política econômica, que também se tornou pouco comunicativa e casuista em prol de setores específicos; e da insistência da equipe econômica pronunciar números irrealistas para o PIB. Tudo isso gerou certa desconfiança que, mesmo 2014 tendo sido um ano recorde de investimentos públicos, as inversões privadas se reduziram, não respondendo à demanda efetivada pelo setor público.

² Abaixo de 50, o Índice acusa desconfiança.

9. Resumo da Ópera: Um *Grand Finale* Quase Trágico

Do drama industrial brasileiro não se espera final feliz. São necessários diversos esforços, em variadas frentes, para que a indústria retome ascensão, desafiada que está por um amplo conjunto de elementos domésticos, em um cenário de caos econômico global. Os seis atos trazidos ao palco se condicionaram reciprocamente ao longo dos últimos anos, colocando a indústria nacional em uma espécie de labirinto. Talvez, o melhor caminho neste instante seja o impulso dado pelo câmbio desvalorizado, desde que a inflação e os custos não o arrefeçam. Nesse particular, a recessão que se avizinha deve ajudar a segurar preços e custos.

Porém, a depreciação cambial é só o primeiro passo positivo. O maior de todos – e certamente o mais difícil – é a construção de uma orientação nacional à indústria, em que a sociedade compreenda a importância crucial dela para a promoção do desenvolvimento em um país com as características do Brasil, com baixa e desigual renda per capita, populoso, regionalmente díspar, e com desenvolvimento econômico oscilante e aquém de suas potencialidades. Sem este consenso pró-indústria, conflitos distributivos culminarão em expansão de custos e de preços que, em última instância, fragilizam a indústria e, por conseguinte, a ampliação e a sustentação dos investimentos.

Referências

- Confederação Nacional da Indústria (CNI), (2015) *Índice de Confiança do Empresário Industrial*. Disponível em: <http://www.portaldaindustria.com.br/cni/publicacoes-e-estatisticas/estatisticas/2015/01/1,40572/icei-indice-de-confianca-do-empresario-industrial.html>. Acesso em março de 2015.
- Federação das Indústrias do Estado do Rio de Janeiro (FIRJAN), (2014) *Custo do Trabalho no Brasil*. Nota Técnica da Diretoria de Desenvolvimento Econômico n. 4.
- Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), (2014) *Panorama da Indústria de Transformação Brasileira*, 5ª Edição.
- Ipeadata, (2015) *Dados de Macroeconômicos*. Disponível em: www.ipeadata.gov.br. Acesso em março de 2015.
- Keynes, John Maynard, (1964) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Nova York: HBS.