



“Não equacionaremos nossos problemas sociais e o ajuste fiscal crescendo 1,5% ao ano”

Carlos Antonio Rocca

Coordenador do Centro de Estudos de Mercado de Capitais (Cemec) da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

O economista Carlos Antonio Rocca, que acompanha de perto a evolução do investimento no Brasil, celebra a reação que este apresentou em 2021. Mas com ressalvas, dada a incerteza observada no cenário internacional e doméstico no curto prazo, que pode comprometer a continuidade desse ritmo, e a forte concentração dessa reação, especialmente em bens de capital voltados ao setor agrícola e à construção. Para uma disseminação do ímpeto de investir a outros segmentos da economia, Rocca lembra que é preciso uma recuperação mais consistente do consumo das famílias, que não deverá acontecer no curto prazo, avalia. E, de forma geral, ampliar a capacidade de crescimento econômico do país. “Para isso, precisamos aumentar a produtividade, que depende do investimento em inovação e este, por sua vez, de dois elementos: uma reforma do Estado que recupere sua capacidade de poupança e investimento, e uma maior abertura da economia, para ampliar a competitividade das empresas brasileiras”, afirma, nesta entrevista à *Conjuntura Econômica*.

Conjuntura Econômica — Em seus estudos, o senhor observa que a taxa de investimento como proporção do PIB tem registrado alta no Brasil, mesmo com a economia desacelerando. A que se deve esse movimento?

Comparando os dados das Contas Nacionais em valores nominais, em 2021 o investimento registrou um salto de 3,7 pontos percentuais em relação a 2019 – período que uso para a comparação, dada a excepcionalidade do ano de 2020 –, para 19,2% do PIB. À primeira vista, foi um degrau fantástico de investimento, pois 19,2% se aproximam do nível observado no último período em que a taxa de investimento no Brasil

estava alta: de 2007 a 2014, quando registrou média de 21% do PIB. Mas há dois fatores nessa medida que demandam ajustes, como bem apontou Gilberto Borça Jr. (pesquisador associado do FGV IBRE, economista do BNDES) em artigo publicado no *Blog do IBRE* em março (<https://bit.ly/3tSuhVi>). O primeiro é que os preços dos bens de capital entre 2019-21 subiram mais fortemente do que os preços de bens e serviços do PIB, gerando um viés de alta que não reflete a real magnitude do aumento do investimento. O segundo é a conhecida internalização de plataformas de petróleo pela Petrobras. Acertando esses fatores, a taxa de investimentos ajustada varia de 16,2% em 2019 para 18,2% em 2021, com um aumento de 2 pontos percentuais. O que continua não sendo pouco e surpreende, como disse, por várias razões. Além do fato da recuperação da economia brasileira perder velocidade ao longo de 2021, vale observar que a expectativa para o PIB brasileiro em 3 anos à frente tem caído fortemente desde o início de 2021. No final do ano passado, a taxa média estimada para 2022/23/24 era de 1,35% ao ano, a menor desde 2006.

O que, então, puxou esse investimento?

O aumento foi totalmente no setor privado, e concentrado na agropecuária e na construção. Se observarmos o Índice de Formação Bruta de Capital Fixo do Ipea, veremos que em 2021 houve um aumento de

16,6% em relação a 2019, puxado especialmente por máquinas e equipamentos, que registrou variação de 21,2%. Entre os setores de bens de capital que mais subiram estão os voltados ao setor agrícola, com 43,8% na mesma comparação; peças agrícolas com 47,8% e a construção, com 40,48%. Esses três segmentos representam praticamente $\frac{3}{4}$ do avanço do investimento calculado pelo Ipea. A hipótese é que o agro se beneficiou do aumento do preço das

O agronegócio se beneficiou do aumento do preço das *commodities* e da taxa de câmbio, ganhando em rentabilidade, o que estimula o investimento

commodities agrícolas e da própria taxa de câmbio em 2021, ganhando em rentabilidade, o que estimula a expansão do investimento. Já a indústria de construção se beneficiou de baixas taxas de juros para o financiamento imobiliário, o que justifica esse avanço.

Também analisamos essa evolução do investimento com base no

que acontece com as empresas abertas, no ano terminado no terceiro trimestre de 2021. O tamanho da amostra, de 470 empresas, é pequeno diante de um mar de cerca de 5 milhões de empresas no país. Mas no Cemec estimamos que as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto representam cerca de $\frac{1}{4}$ do valor adicionado bruto da economia brasileira. É preciso considerar que as empresas abertas apresentam composição setorial muito distinta da observada nas Contas Nacionais. Basta ver o exemplo do setor agrícola, que é sub-representado entre as empresas abertas – cerca de 1% do total –, por ser em grande parte constituído de empresas fechadas, mas que nas Contas Nacionais soma 8,3% do total. No caso das empresas industriais, a diferença de participação, respectivamente, é de 80% contra 21,7%. E, em serviços, de 19,5% entre as empresas de capital aberto contra 70% nas Contas Nacionais. Separamos 25 empresas abertas que são relacionadas ao agronegócio – que usam matérias-primas agrícolas ou que fornecem equipamentos e insumos como fertilizantes, e comparamos com o total da amostra. O resultado é que o valor dos investimentos destas cresceu mais que o dobro da média das demais. O crescimento do indicador formação bruta de capital fixo entre 2019-21 para as empresas relacionadas ao agronegócio aumentou 52%, contra 24% da média das demais empresas.

Outro dado que extraímos das empresas abertas é que na análise

do referido período estas registraram um aumento extremamente significativo de lucros, muito influenciado pelas empresas industriais. Isso porque os preços dos produtos industriais importados, que definem o preço do mercado doméstico, aumentaram muito mais do que o custo unitário do trabalho, ampliando as margens. O lucro acumulado pelas empresas abertas, que somou cerca de 3,4% do PIB, é o maior desde 2009. E tão importante quanto isso é que a taxa de *pay out* foi de apenas 34,9%. Ou seja, dois terços dos lucros foram retidos. É o menor percentual de distribuição de lucros desde 2010 para o período. O que isso quer dizer? As interpretações possíveis são de que essas empresas estão retendo lucros para reduzir alavancagem ou para investir. Analisamos a situação financeira das empresas abertas, e a da grande maioria é muito confortável. Então, tudo indica que essa decisão representa disposição em manter os investimentos.

Entramos, entretanto, em ano eleitoral, ao qual ainda se soma o choque da guerra da Rússia contra a Ucrânia. Em que isso pode alterar o apetite para o investimento no Brasil?

Temos que reconhecer que há muita incerteza. O Banco Central tem mantido a execução de uma política de acentuada elevação da taxa de juros, aumentando o custo de capital das empresas, que é um componente importante para a de-

cisão de investir. Alguns setores podem até se beneficiar, dependendo da duração da guerra e seus impactos sobre os preços. Para o agronegócio, por sua vez, essa nova alta das *commodities* pode ser positiva, ainda que o aumento de preço de fertilizantes deva significar uma redução de margens, caso esse problema persista. Ainda recentemente, os jornais noticiaram vantagem potencial da indústria siderúrgica brasileira para exportação de aço,

Não dá para desenhar
todo o panorama
de possíveis setores
beneficiados ou
prejudicados (com a
guerra). Por ora, o crucial
é que há grande incerteza

com uma possível transferência da demanda que estava sendo atendida pela Rússia de forma mais permanente. A siderurgia nacional tem operado com alto grau de capacidade ociosa, e teria condições de responder com velocidade a essa demanda. Não dá para desenhar aqui todo o panorama de possíveis setores beneficiados ou prejudica-

dos. Por ora, o crucial é registrar que há grande incerteza sobre a duração da guerra e do impacto das sanções aplicadas pelos países ocidentais à Rússia, sobre a evolução do preço do petróleo, e a posição da China.

Quais determinantes permitiriam um maior espalhamento da dinâmica do investimento, para além do agronegócio e a construção?

Se olharmos do ponto de vista mais amplo, o relevante é avaliar o desempenho do consumo, que é o principal componente da demanda, além do próprio investimento, sobre o qual estamos tratando, e as exportações líquidas, que devem trazer uma contribuição positiva neste ano, com aumento do saldo comercial.

No caso do consumo, entretanto, é difícil ser otimista. Dados da Pnad Contínua apontam para uma recuperação significativa do emprego (*a taxa de desemprego no trimestre encerrado em fevereiro foi de 11,2%, abaixo do mesmo período antes da pandemia*), mas compensada por uma queda da renda real (*de 8,8% em relação ao mesmo trimestre de 2021*). Ao lado disso, temos o aumento do endividamento das famílias (*77,5% em março, sendo 27,8% destas com dívida em atraso, segundo a CNC, ficando abaixo apenas de janeiro de 2010*), o que deixa pouco espaço para aumento do consumo com base no uso adicional de crédito ao consumidor. Ademais, o forte aumento da taxa de juros pressiona o custo do crédito bancário – do cus-

to de captação dos bancos, induzido pela taxa Selic, e da inadimplência, que é o maior componente do *spread* bancário. Tudo isso somado, é difícil nutrir expectativas quanto à demanda de consumo em 2022.

Tem outro fator, sobre o qual é difícil fazer apostas, que é a questão da poupança financeira das famílias. Esta registrou um aumento significativo de 2020 até setembro de 2021. Logo, observou-se alguma utilização da poupança para reforço de consumo, com nova acumulação no último trimestre do ano. No Cemec, estimamos que o total da poupança financeira das famílias representa cerca de 10% do consumo anual, o que é um valor significativo, mesmo que parte desse estoque de poupança fosse usado para reforço de consumo, ainda que distribuído ao longo de 1 ano. Mas qual a probabilidade de isso acontecer? Um componente que até agora tem gerado o aumento da poupança tem sido o afastamento social devido à pandemia. Com a pandemia sob controle e uma redução quase total das restrições, é possível pensar a destinação de parte dessa poupança para um aumento de consumo nos setores que foram mais afetados, como lazer, turismo, alimentação fora de casa. Mas também há o fator precaucional, devido à incerteza econômica, que continua sendo um componente importante. O atual quadro internacional de guerra, somado à queda da renda real e aceleração da inflação no âmbito doméstico são fatores que desincentivam determi-

nado tipo de consumo. E, no caso da camada de mais baixa renda, os saques já observados não servem para ampliar o consumo, mas garantir o abastecimento de itens básicos, inelásticos, fortemente afetados pela inflação, como gás de cozinha, eletricidade e transporte.

Como avalia que se comportará o financiamento para empresas, dado o aumento da taxa de juros?

Podemos equacionar os problemas sociais, e o próprio ajuste fiscal, com um crescimento potencial de 1,5% a 2% ao ano na próxima década?

Essa elevação forte da Selic – pre-anunciada a 12,75%, mas já com apostas por mais – evidentemente aumentará os juros de todas as fontes de financiamento das empresas, seja do mercado de capitais, seja de crédito bancário. No caso do mercado de capitais, principalmente no mercado de dívida, o acesso é feito tipicamente por empresas de maior

tamanho e menor risco de crédito. Até agora os dados mostram que tal elevação não reduziu a demanda nesse mercado. Há certo desincentivo via aumento de capital, mas não no sentido de comprometer o avanço do mercado de dívida corporativa, até porque hoje não se tem mais fonte de recursos subsidiados para o qual as empresas se deslocavam, como no passado. Na questão de financiamento, ainda é importante chamar a atenção para um aspecto que tem sido pouco noticiado, que é o avanço da implementação das inovações regulatórias capitaneadas pelo Banco Central, e que tendem a facilitar as condições de acesso e reduzir custo de dívida das empresas micro, pequenas e médias. Fazem parte desse grupo o cadastro positivo, a duplicata eletrônica, o *open finance*. São medidas que inclusive colaboram para a ampliação da concorrência no mercado de crédito, com as grandes instituições perdendo participação para bancos médios, digitais, cooperativas. Com isso, é razoável supor que parcela considerável da redução dos custos relacionados à inadimplência com risco de crédito e despesas operacionais sejam transferidos em favor dos tomadores de empréstimo.

O que espera dos debates em torno a reformas que podem afetar o ambiente de crédito – seja o teto de gastos em relação ao investimento público, seja do sistema tributário, influenciando o ambiente de negócios do setor privado?

Gostaria de começar ressaltando que considero positivos os avanços já conquistados no campo da infraestrutura, com os novos marcos legais – como do saneamento, do gás, das ferrovias – e com o avanço das concessões e PPPs. É um campo que abriu um potencial extraordinário para o investimento privado para a próxima década, e cuja aceleração depende agora principalmente da geração de um *pipeline* de projetos executivos de boa qualidade. No caso da reforma tributária, é um tema essencial. Se não avançarmos a um sistema tributário que traga progressividade, simplificação, redução da insegurança jurídica, e a possibilidade efetiva de isentar os produtos exportáveis, será mais difícil promover a necessária abertura da economia. Com relação ao teto de gastos, o que sabemos é que a dinâmica que foi introduzida pela regra fez com que chegássemos ao menor nível de investimentos da história recente da economia brasileira. Até agora, o teto ajudou no sentido de limitar o avanço do desequilíbrio do setor público. Mas sabemos que é um mecanismo tosco, porque estabelece um limite absoluto às despesas correntes, que continuam com taxa de crescimento superior à do PIB, sobrando pouco para investir. Além disso, uma reforma administrativa que promova aumento da produtividade e qualidade dos serviços públicos é necessária para conter a evolução das despesas correntes e abrir espaço para a recuperação da poupança e do investimento do setor público.

Além disso, será que podemos ter expectativa de equacionar os grandes problemas sociais, e até o próprio ajuste fiscal, com um crescimento potencial de 1,5 a 2% ao ano na próxima década? Acho que não. Pelo nosso histórico, é altamente improvável que a taxa real de custo da dívida seja inferior a esses percentuais. Ou seja, como fazer para reduzir, ou mesmo estabilizar a relação dívida/PIB se no numerador temos uma taxa de custo da dívida maior

Para que aconteçam inovações, é preciso mexer em dois elementos sobre os quais há interesses estabelecidos: a reforma do Estado e a abertura da economia

que o crescimento do PIB? Para apenas estabilizar a dívida, temos que necessariamente gerar superávit recorrente no horizonte previsível, ao mesmo tempo em que partimos de uma situação de cerca de ¼ da população brasileira em insegurança alimentar e 22 milhões em condição de pobreza, segundo critério do Banco Mundial. Com as atuais projeções

de crescimento baixo, dificilmente conseguiremos melhorar de modo significativo esse quadro.

Qual a agenda para crescer mais?

Quando observamos a perda de dinamismo da economia brasileira desde os anos 1980 – de lá para cá, a renda *per capita* cresceu em média 0,8% ao ano – identificamos que um fator crucial tem sido o baixo crescimento da produtividade total dos fatores (PTF). Que, por sua vez, depende cada vez mais da inovação liderada pelo investimento privado e pela qualidade do capital humano. Trabalhos acadêmicos recentes sobre crescimento econômico têm tratado da inovação e seus obstáculos. Um deles é o de Philippe Aghion, coautor de *The power of creative destruction: Economic upheaval and the wealth of nation* (Harvard University Press, 2021). Nessa obra, Aghion, Céline Antonin e Simon Bunel atualizam o conceito de destruição criadora explorado por Joseph Schumpeter em 1912. Eles ressaltam a dicotomia inerente aos processos de inovação a que o próprio Schumpeter já havia chamado a atenção: de que cada nova ideia, para ser adotada, tem de entrar em conflito com as inovações que chegaram antes. Empresas, investidores, colocam seu dinheiro para gerar inovações na expectativa de que isso melhore a rentabilidade do seu investimento e seu poder competitivo. Nesse sentido, é um processo endógeno. Mas, à medida que as inovações surgem, há sempre um componente político, de grupos organizados em defesa pró-

pria – e aqui não quero dizer que não seja um movimento legítimo – que buscam frear esse processo e manter o *status quo*.

No Brasil, para que aconteçam essas inovações é preciso mexer em dois elementos em torno dos quais existem interesses estabelecidos e que, evidentemente, têm peso político. Um é a reforma do Estado, partindo da constatação de que um dos principais fatores da queda do investimento foi a perda da capacidade de poupança e investimento do próprio setor público, além de ter levado a um ambiente negativo para o investimento privado na forma de instabilidade econômica e taxas de juros reais elevadas. Além de perder essa capacidade, e apesar do aumento continuado da carga tributária e da dívida pública, o setor público também passou a usar uma parcela considerável da poupança do setor privado para cobrir sua despesa, pressionando sistematicamente as taxas de juros. Nesse campo, pode-se tratar da reforma administrativa, da revisão de incentivos fiscais, isenções – temas que também foram mencionados pelo economista Fernando de Holanda Barbosa em seu livro mais recente, *O flagelo da economia de privilégios* (veja entrevista de Barbosa sobre o livro na *Conjuntura Econômica de fevereiro*: <https://bit.ly/3KwwufX>). Mexer nisso não é fácil, pois envolve segmentos da sociedade que se colocam em oposição a essas mudanças.

O segundo item, tão importante quanto, é a questão da abertura da economia brasileira, sem a qual fica difícil ampliar a competitividade das

empresas. O fechamento da nossa economia ao exterior, em matéria de inovação tecnológica, também começou na década de 1980, com a reserva de informática. De 1980 a 1992, o Brasil foi rigorosamente impedido de explorar a informática, porque se determinou que só se poderia usar informática produzida no Brasil, por brasileiros. Imagina o que significam 12 anos de paralisia, enquanto o mundo engatava a quinta marcha. Um impacto que afetou não

Discursos de fechamento
da economia podem
ser estimulados por
esse atual movimento
de autossuficiência.

Mas seria um
prejuízo enorme

só o processo produtivo, mas especialmente o logístico.

Essa necessidade não vai na contramão do processo de desglobalização alimentado na pandemia e, agora, com a guerra?

Sem dúvida. Mas é preciso lembrar que essa desglobalização pode ser

principalmente um realinhamento geopolítico do qual o país pode até se beneficiar se conseguir se integrar às novas cadeias de oferta. Temos que convencer a sociedade de que esse é o caminho que temos que trilhar. Que crescer significa aumentar produtividade, que por sua vez significa basicamente incorporar inovações tecnológicas. O que, no caso da economia brasileira, se trata inicialmente de abrir a economia e absorver tecnologia avançada já disponível. Tal como aconteceu na China, primeiro precisamos nos provar capazes de absorver a tecnologia já existente, para então planejar-se para disputar a fronteira. O economista Edmar Bacha oferece uma proposta muito objetiva a esse respeito, de um processo de abertura gradual, que estabelece condições. Não é de surpresa, nem instantâneo. É anunciado, com etapas claras, de tal forma que dê para todos se prepararem. Como a reestruturação da oferta pode ser algo significativo, é preciso criar as condições para que empresas se adaptem, trabalhadores sejam retreinados.

Claro que discursos opostos, de fechamento adicional da economia, podem ser estimulados na esteira desse movimento de autossuficiência suscitado pelos recentes choques vividos pelo mundo. Mas seria uma lástima, um prejuízo enorme, se isso acontecesse. Independentemente de algum ajuste de natureza geopolítica que talvez seja indispensável, considero que ainda será um movimento menor frente aos benefícios que se deve buscar nas cadeias de oferta globais, visando a ganhos de escala e de tecnologia. ■