

KUPFER, D. Crescer sem investir. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 15/10/2009.

---

## **Crescer sem investir**

15/10/2009

Se nas economias desenvolvidas ainda há dúvidas se o grande colapso de um ano atrás foi realmente superado, no Brasil, o retorno dos números à trajetória então bruscamente interrompida está sugerindo que a fase aguda da crise já foi digerida. De fato, dentre outros indicadores, o nível de atividade recuperou-se, já projetando para 2010 um crescimento do PIB da ordem de 5%; a taxa de desemprego retornou para a casa dos 8%, com tendência de baixa; o Ibovespa ultrapassou os 60 mil pontos, prometendo voltar aos níveis pré-crise em breve; as exportações, mesmo que mais lentamente, estão em crescimento.

Porém, a percepção de retorno à normalidade aplica-se a quase tudo, mas não a tudo: uma das grandezas que mais tombaram na crise, o investimento em capital fixo, continua parado ou mesmo declinante. De acordo com os dados das contas nacionais trimestrais do IBGE, a formação bruta de capital tomada em proporção do PIB, que havia alcançado 20,4% no terceiro trimestre de 2008 (18,9% do PIB na média de 2008), foi de apenas 15,7% no segundo trimestre de 2009. E isso não é um mero detalhe, pois exatamente o investimento era e, como se vê, continua sendo a "pedra no sapato" da economia brasileira.

Certamente, taxas de investimento da ordem de 20% do PIB, embora até altas em vista da história recente do país, são muito baixas quando comparadas a outros países emergentes e claramente insuficientes para sustentar um ritmo de crescimento mais acelerado. E porque o investimento "anda de lado" no país há tanto tempo? Além das restrições de natureza fiscal que limitam o investimento público, há características do processo de acumulação de capital das empresas privadas que merecem reflexão.

No Brasil prevalece há décadas um padrão de financiamento do investimento no qual a acumulação interna, isto é, a parcela retida do lucro, costuma representar pelo menos metade dos fundos mobilizados para essa finalidade. Estudo sobre os padrões de financiamento das empresas brasileiras baseado na análise dos balanços de 172 grandes empresas de capital aberto, recentemente concluído na Unicamp sob a coordenação do Prof. Julio Sergio de Almeida, mostra que, entre 2003 a 2007, e mesmo nos meses pré-crise em 2008, esse padrão de financiamento continuou prevalecendo. Nesse período houve uma significativa melhora na capacidade de investimento da grande empresa brasileira, que pode ser atribuída, fundamentalmente, ao aumento dos lucros auferidos. Segundo o estudo, em grandes linhas, esses lucros maiores vieram em decorrência de uma conjugação de fatores, que vão desde a maxidesvalorização cambial do início do período, que foi muito positiva para a geração de receitas, principalmente para as empresas exportadoras, até a bolha de valorização dos preços das commodities, que começava a ser inflada nesses anos.

[Digite aqui]

Assim, com o aumento do dinamismo do mercado interno que começou a ter lugar já em 2004, as grandes empresas brasileiras poderiam se beneficiar dessa condição inicial positiva trazida pela capacidade de geração de caixa e fazer a transição para um novo quadro econômico que se desenhou a partir de então, inequivocamente indutor de estratégias mais agressivas de ampliação de capacidade produtiva. No entanto, conclui o estudo, as empresas optaram por direcionar esses lucros para ancorar um processo de redução das dívidas que, por sua vez, agora em decorrência da redução das despesas financeiras, abriu espaço para uma melhora suplementar na lucratividade, um círculo virtuoso que foi muito benéfico para a situação patrimonial dessas empresas.

O fato é que, salvo investimentos direcionados para grandes projetos de exportação, as empresas mais uma vez estavam evitando ampliar os investimentos. A reticência na imobilização de capital em ativos de maior prazo de retorno é uma marca do sistema empresarial brasileiro, fortalecida durante os longos anos de instabilidade que sucederam as crises dos juros e da dívida na virada dos anos 1980. Esse ambiente hostil à tomada de decisão de investimentos jogou as empresas na direção de estratégias de busca de posições flexíveis que permitissem uma melhor capacidade de resposta às seguidas mudanças de rumo que câmbio, juros e inflação sofriam nesse período. O primeiro movimento dessa estratégia foi o que ocorreu logo na primeira metade dessa década, com o engajamento da grande empresa na estratégia de flexibilidade financeira que era proporcionada pela conjugação de receitas operacionais e não operacionais, como forma de proteção diante da seguidas recessões e elevações das taxas de juros do período. O segundo movimento começou a ter lugar mais para o final da década de 1980, quando as empresas passaram a visar também a flexibilidade de receitas proporcionada por vendas direcionadas tanto para o mercado doméstico quanto para as exportações, em busca de "hedge" para as flutuações do dólar típicas da época. Por fim, a terceira perna da estratégia completou-se com a incorporação da flexibilidade de "sourcing", isto é, a capacidade de comprar insumos no mercado interno ou no mercado externo, aproveitando-se da abertura e da valorização cambial como forma de redução rápida dos custos de produção. É importante enfatizar que a estabilização monetária alcançada com o Plano Real em 1994 não foi suficiente para reverter essa preferência pela flexibilidade pois a percepção de instabilidade por parte das empresas vai além exclusivamente da preocupação com a inflação. Tanto é assim que, mesmo após a parada da inflação há mais de dez anos, as grandes empresas permaneceram optando por estratégias de busca de flexibilidade, agora dos seus ativos, concentrando as decisões de investimento em operações de reestruturação patrimonial que aumentem a eficiência do capital já imobilizado e minimizem os investimentos "greenfield".

Em suma, a opção pela flexibilidade dotou a grande empresa brasileira de uma característica "economizadora de investimentos" que, se por um lado, é positiva para sua capacidade de sobrevivência, por outro, é um dos principais causadores da rigidez estrutural que marca a economia brasileira e um claro limitante da contribuição que esse segmento poderia dar para o desenvolvimento nacional. Não se pode esquecer, porém, que a busca de flexibilidade, que leva a grande empresa a privilegiar os investimentos de retorno rápido, nada mais é do que a resposta estratégica do setor produtivo ao modelo de política econômica igualmente "curto-prazista" com que há tempos se busca gerir a macroeconomia do país.