

Editorial

A FUCAPE - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças é uma instituição sem fins lucrativos que visa promover o desenvolvimento da pesquisa, do ensino e das melhores práticas profissionais em suas áreas de atuação. Para a consecução dos seus objetivos, conta com um modelo único de atuação. Por ser uma instituição de pesquisa e ensino, desenvolve e implementa suas próprias metodologias e práticas profissionais, diferenciando-se das demais organizações de assessoria, consultoria e capacitação do mercado. As atividades de consultoria da FUCAPE são baseadas na sólida formação acadêmica de seus profissionais, obtida nas melhores universidades do Brasil e do exterior, não havendo instituição semelhante no Estado do Espírito Santo.

Em consonância com nosso objetivo de contribuir para a discussão de temas relevantes para o cenário econômico e empresarial do país, apresentamos o segundo número do FUCAPE DEBATES. Nesta edição, será abordada a taxa de investimento no Brasil, destacando a importância da responsabilidade fiscal sobre essa variável, assim como a necessidade de se continuar avançando nas reformas econômicas. Em particular, mostraremos que o Brasil deveria fazer um esforço para reduzir sua carga tributária, mas sem abrir mão da responsabilidade fiscal, ao mesmo tempo em que avança nas reformas microeconômicas. Além de reduzir a carga tributária, é preciso simplificá-la, reduzindo o número de impostos, eliminando impostos em cascata etc. Ainda dentro desse contexto microeconômico, a redução da burocracia para abrir e fechar firmas e os avanços adicionais na nova Lei de Falências são outros importantes instrumentos para que consigamos diminuir o custo do investimento no Brasil.

Arlton Teixeira

Equipe Responsável:

Arlton Teixeira - Diretor de Cursos da Fucape Business School

Hamilton Kai - Professor da Fucape Business School

Equipe de Apoio:

Professores da Fucape Business School

Política fiscal, investimento e a necessidade de reformas microeconômicas

A taxa de investimento no Brasil de aproximadamente 19,5% do PIB está em níveis abaixo do requerido para sustentar um crescimento robusto e permanente de nossa economia. Tem sido comum nos pronunciamentos de políticos e empresários culpar, quase que exclusivamente, a elevada taxa de juros por tal situação. Este informativo mostra que, tão ou mais importante que a taxa de juros, são as variáveis fiscais. A taxa de investimento poderia aumentar caso o governo conseguisse reduzir a carga tributária, desde que não comprometa a responsabilidade fiscal. Por outro lado, mesmo reduzindo a carga tributária para os níveis de 1998 (cerca de 30% do PIB, contra os atuais 36,8%), a taxa de investimento subiria cerca de 2 pontos percentuais, o que ainda resultaria em uma taxa de investimento insatisfatória. Para que o investimento cresça ainda mais, é necessário que avancemos nas reformas microeconômicas que reduzam o custo do investimento no Brasil.

Introdução

Entre 1996 e 2003, a taxa de investimento no Brasil diminuiu de 19,3% do PIB para 17,8%, conforme podemos ver na Figura 1. O que explica a queda na taxa de investimento nesse período? Podemos esperar que a recuperação ocorrida a partir de meados de 2003 seja permanente?

Neste informativo, argumentaremos que, ao contrário do que é amplamente comentado nos meios políticos e empresariais, a taxa de juros não é a principal vilã do baixo nível de investimento. Na verdade, nosso principal problema ainda é de ordem fiscal, ou seja, o excesso de gastos públicos que exigem, por sua vez, uma elevada carga tributária.

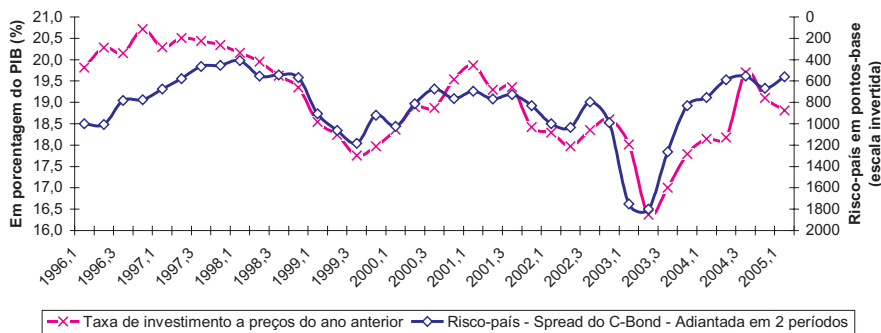
Se conseguirmos reduzir a carga tributária sem abandonarmos a responsabilidade fiscal, teremos um importante ganho nos investimentos. No entanto, conforme será mostrado em algumas simulações, a simples redução da carga, embora importante, ainda não será suficiente para elevar a taxa de investimento aos níveis que garantam um crescimento robusto e permanente da economia.

Investimento, risco-país e situação fiscal

Conforme mostraremos nos próximos parágrafos, os principais determinantes do investimento são o risco-país e a carga tributária, e não a taxa de juros, como normalmente é divulgado.

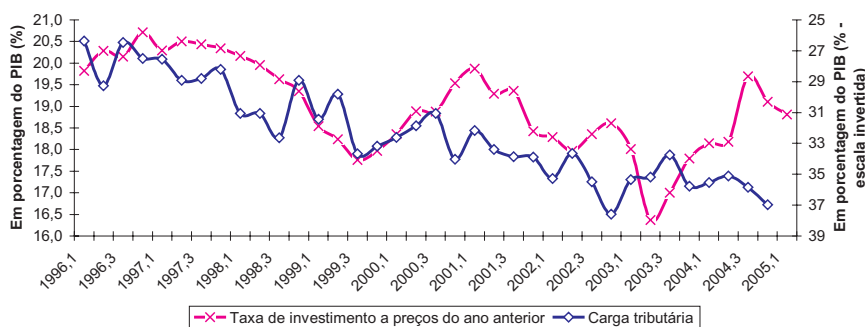
As Figuras 1 e 2 mostram a estreita ligação existente entre o investimento, o risco-país e a carga tributária (para facilitar a visualização, essas duas últimas variáveis estão em escala invertida).¹

Figura 1 - Taxa de investimento e risco-país



Fonte: IBGE e Ipeadata.

Figura 2 - Taxa de investimento e carga tributária



Fonte: IBGE e IBPT.

Por que o risco-país influencia o investimento? Na realidade, o risco-país é apenas um termômetro da situação fiscal do país. Quando esta se mostra frágil, caminhando para uma situação insustentável, há um aumento do nível de incerteza macroeconômica que se reflete no aumento do risco-país. Isso é mostrado por uma equação econométrica apresentada no Apêndice.

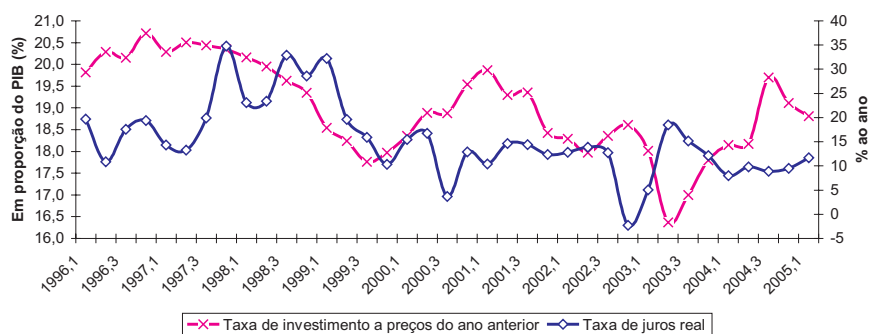
No caso do aumento da carga tributária, o efeito sobre o investimento é claro: quanto maior a carga tributária, menor o retorno líquido de investir, reduzindo o número de projetos viáveis.

Por outro lado, o efeito da taxa de juros real sobre o investimento não é tão nítido, conforme comprova-se pela Figura 3.²

¹ Observe também que o risco-país está adiantado em 2 períodos, indicando que esta variável afeta o investimento com defasagem de 2 trimestres, em média.

² Juro real calculado a partir da taxa de juros nominal das operações de swap DI x Pré de 180 dias menos a taxa de inflação medida pelo IPCA.

Figura 3 - Taxa de investimento e juros reais



Fonte: IBGE e Bacen.

Resumidamente, temos a seguinte relação de causalidade entre as variáveis fiscais e a taxa de investimento: a melhora na situação fiscal (aumento do superávit primário e diminuição da dívida líquida do setor público) diminui o risco-país, sinalizando uma redução das incertezas macroeconômicas. A redução das incertezas, por sua vez, aumenta a disposição dos empresários para investir. Essa disposição não aumentou ainda mais nos anos recentes pois o superávit primário foi obtido pelo aumento da carga tributária e não pelo corte de gastos públicos.

As equações estimadas acima nos permitem deduzir qual seria a taxa de investimento esperada em diversos cenários fiscais. A Tabela 1 abaixo mostra alguns desses cenários:

Tabela 1

| Cenários | Carga tributária ^a | Superávit primário ^a | Dívida líquida ^a | Juro real ^b | Risco-país ^c | Taxa de investimento ^a |
|----------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------------------|
| A | 36,8 | 5,0 | 50,9 | 14 | 340 | 19,3 |
| B | 36,8 | 5,0 | 50,9 | 4 | 340 | 20,1 |
| C | 30,0 | 5,0 | 50,9 | 14 | 350 | 21,0 |
| D | 30,0 | 3,0 | 50,9 | 14 | 910 | 19,3 |
| E | 30,0 | 5,0 | 48,0 | 9 | 250 | 21,6 |

a: % do PIB; b: % a.a.; c: pontos-base. Em todos os cenários consideramos um crescimento americano de 3% a.a.

No cenário A, temos aproximadamente a situação atual: carga tributária em 36,8% do PIB, superávit primário de 5%, dívida líquida em 50,9% do PIB, juros reais em 14% a.a. e risco-país em 340 pontos.³ Nesse cenário, esperamos cerca de 19,3% de taxa de investimento (um pouco acima dos 18,8% verificados no primeiro trimestre de 2005).

O cenário B mostra que, se os juros reais estivessem em 4%, mantendo todas as demais variáveis iguais ao do cenário A, a taxa de investimento subiria para 20,1%. Ou seja, a taxa de investimento cresceria apenas 0,8 ponto percentual mesmo com uma queda em 10 pontos percentuais da taxa real de juros.

No cenário C, mantivemos a taxa real de juros em 14% a.a., mas reduzimos a carga tributária para 30% do PIB.⁴ Neste caso, a taxa de investimento atingiria 21% do PIB.

Observe no entanto que, para que a redução da carga tributária tenha esse efeito sobre o investimento é necessário que ocorra simultaneamente um corte nos gastos públicos para que se mantenha o superávit constante. Caso a redução da carga tributária seja seguida pela diminuição do superávit primário, incertezas macroeconômicas seriam criadas, o que elevaria o risco-país e, conseqüentemente, diminuiria o investimento. Por exemplo, no cenário D, se a carga tributária e o superávit primário forem reduzidos para, respectivamente, 30% e 3% do PIB, o risco-país subiria para 910 pontos-base e a taxa de investimento não aumentaria, ou seja, permaneceria em 19,3%.

No cenário E consideramos uma perspectiva relativamente otimista: redução da carga tributária e da dívida líquida para 30% e 48% do PIB, respectivamente, mantendo-se o superávit primário em 5% do PIB, com a redução da taxa de juros para 9% a.a. (uma taxa muito acima dos padrões mundiais, mas ainda assim um pouco menor que a média dos últimos anos). Nesse caso, o risco-país cairia para 250 pontos-base e a taxa de investimento atingiria 21,6%.

³A preços do ano anterior.

⁴Todos estatisticamente significativos a 1%.

Conclusões

Dos resultados acima, podemos concluir que mesmo em um cenário macroeconômico relativamente favorável, como o cenário E visto na seção anterior, a taxa de investimento dificilmente ultrapassaria os 22%. Embora esta seja uma taxa significativamente maior que a dos últimos anos, ainda assim ela parece aquém das necessidades brasileiras de crescimento de longo prazo.

Embora a manutenção de superávits primários e a redução da dívida pública e da carga tributária sejam objetivos a serem perseguidos, eles são ainda assim insuficientes para garantir um crescimento robusto de longo prazo. Além de reduzir a carga tributária, é necessário que o próprio sistema seja simplificado, com a redução do número de impostos, a eliminação dos impostos em cascata etc. Além disso, conforme mostra o estudo *Doing Business* do Banco Mundial, é extremamente custoso investir no Brasil. Aqui, por exemplo, o tempo médio para se conseguir abrir uma nova firma é de 152 dias, enquanto em nosso vizinho Chile, bastam apenas 28 dias.

Portanto, se o Brasil quiser elevar de forma significativa sua taxa de investimento e, em contrapartida, seu crescimento potencial de longo prazo, é necessário manter os avanços fiscais dos últimos anos e começarmos seriamente a trabalhar por reformas microeconômicas que incentivem o investimento.

Projeções Econômicas - 2005

| | | | |
|---|-------|----------------------------------|--------|
| PIB %a.a..... | 3,00% | IPCA %a.a..... | 5,50% |
| IPA-DI %a.a..... | 2,00% | Selic % final de período..... | 18,25% |
| Câmbio R\$/US\$ - final de período..... | 2,45 | Balança comercial (US\$ bi)..... | 38,00 |

O crescimento do PIB deste ano deverá ficar próximo dos 3%, uma vez que, ao contrário do ano passado, não há mais espaço para expansão via capacidade ociosa, mas apenas pelo aumento do investimento que, infelizmente, não vem ocorrendo. Além disso, o crescimento de 4,9% do PIB do ano anterior também foi impulsionado pela expansão do crédito, mecanismo que está perdendo o fôlego.

Graças à entrada de dólares, tanto pelo segmento financeiro quanto pela balança comercial, acreditamos que a taxa de câmbio deverá se manter abaixo dos R\$/US\$ 2,50 durante os próximos meses, encerrando o ano em R\$/US\$ 2,45. Mesmo com a valorização cambial dos últimos meses, a balança comercial vem mostrando vigor e, desta forma, acreditamos que o ano se encerre com um superávit de US\$ 38 bilhões.

A valorização cambial e a desaceleração da economia permitirão que a taxa de inflação deste ano atinja 5,5%, muito próxima da meta ajustada pelo Banco Central, que é de 5,1%. A convergência da inflação às metas possibilitará que a autoridade monetária reduza a taxa Selic, que deve encerrar o ano em 18,25%.

Apêndice

A equação estimada para o investimento é dada por:

$$\hat{I}_t = 15,0 + 0,50 I_{t-1} - 0,037 \frac{R_t + R_{t-1}}{2} - 0,121 CT_{t-1} - 0,137 \frac{RISCO_{t-2}}{100}$$

(6,1) (5,9) (-3,4) (-4,1) (-5,8)

Período: 1996.1 a 2005.1 $R^2 = 89,1\%$

Onde I é a taxa de investimento (% do PIB)⁵, R é a taxa real de juros (% a.a.), CT é a carga tributária (% do PIB) e $RISCO$ é o *spread* do *C-Bond* (em pontos-base); os valores entre parênteses são as estatísticas t 's dos coeficientes estimados.⁶

Para o risco-país, estimamos a seguinte equação:

$$\frac{RISCO_t}{100} = 2,67 + 0,39 \frac{RISCO_{t-1}}{100} - 1,84 SP_t + 0,19 DL_t - \hat{Y}_{t-1}^E + 6,65 D_t$$

(0,77) (6,2) (-5,3) (2,6) (-4,1) (8,4)

Onde $RISCO$ é *spread* do *C-Bond* (em pontos-base); SP é o superávit primário, DL é a dívida líquida do setor público, \hat{Y}^E é a taxa de crescimento do PIB americano no trimestre e D é uma *dummy* para o período que antecedeu à eleição de 2002 (igual a 1 no terceiro e no quarto trimestres de 2002 e igual a 0 nos demais períodos).

⁵A preços do ano anterior.

⁶Todos estatisticamente significativos a 1%.

⁷Segundo Ashoka Mody, Mark Taylor e Jung K, o nível de atividade nos Estados Unidos é a variável mais importante (até mais que as financeiras) para explicar o fluxo de capitais para os países emergentes. Ver "Modelling fundamentals for forecasting capital flows to emerging markets", *International Journal of Finance and Economics*, dec. 2001.