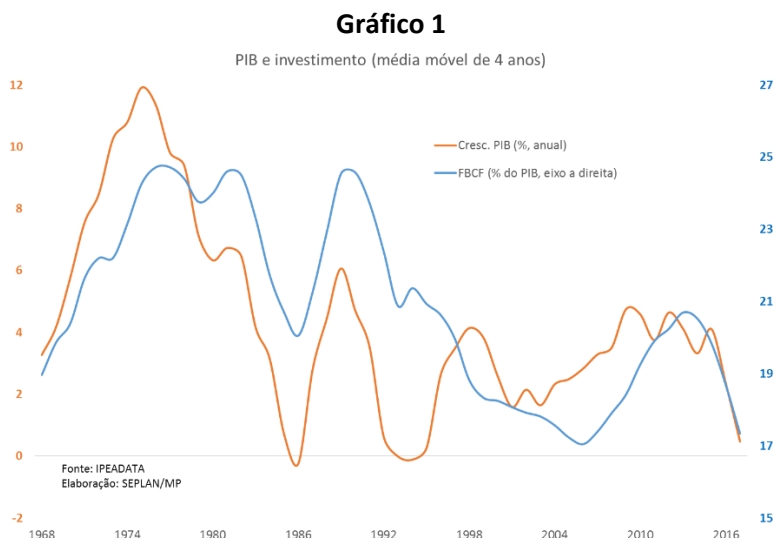


AJUSTE DAS CONTAS PÚBLICAS, REFORMAS REGULATÓRIAS E RECUPERAÇÃO DO INVESTIMENTO

Sumário Executivo: *é necessário ampliar a taxa de investimento da economia brasileira para acelerar e dar sustentabilidade à retomada do crescimento. O espaço fiscal para atuar diretamente na ampliação da taxa de investimento é baixo e tende a se reduzir ainda mais, caso não seja aprovada a Reforma da Previdência. Então, o Governo, ao focar na consolidação fiscal, contribui para a elevação da taxa de investimento pela redução dos custos financeiros de toda a economia. E também contribui para a elevação da taxa de investimento com iniciativas direcionadas à melhora no ambiente de negócios e revisão dos marcos regulatórios. Os resultados já estão aparecendo. Além da variação positiva da formação bruta de capital fixo (FBKF) no 3º trimestre deste ano, a lucratividade das empresas está em recuperação, fator essencial para a ampliação da taxa de investimento da economia brasileira. Por fim, a combinação de taxas de juros mais baixas e elevação da lucratividade das empresas abre espaço para a retomada de financiamento privado do investimento, seja por empréstimos, seja, principalmente, por operações no mercado de capitais.*

1. Investimento e PIB

Na literatura econômica que trata do crescimento de longo prazo, a relação entre o crescimento da atividade econômica e a taxa de investimento do país é bem estabelecida. O Gráfico 1 mostra a relação entre estas duas séries, no Brasil, desde 1968 até o terceiro trimestre deste ano. Uma taxa de investimento maior indica maior crescimento econômico e vice-versa.



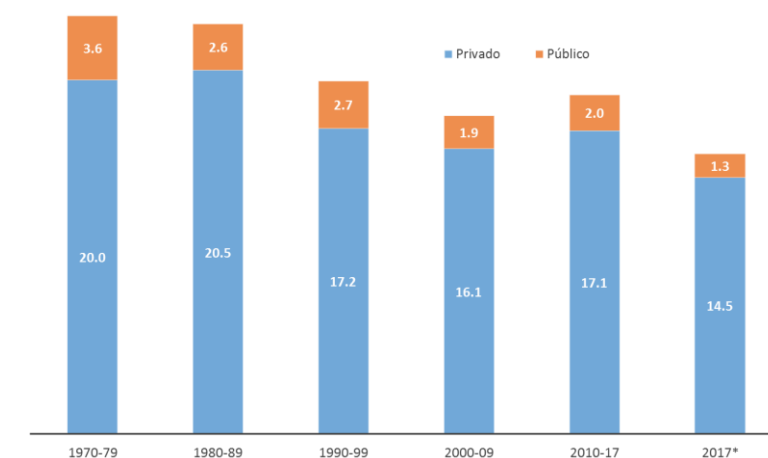
No cenário econômico atual, o ajuste das contas públicas atua como elemento importante para a recuperação do investimento. Deriva-se disso a importância do investimento do setor privado para a retomada da economia. Da mesma forma, medidas que promovam reformas econômicas e alterem os marcos regulatórios funcionam como um incentivo para o investimento privado em diversos setores, incluindo aqueles que historicamente são executados pelo Estado, como aeroportos, rodovias, portos, e etc.

A atual tarefa do Governo Federal é reverter o quadro de déficits primários dos últimos anos e estabilizar a relação dívida pública sobre o PIB. Isso porque, para que a atual taxa básica SELIC continue refletindo os fundamentos econômicos (atividade e inflação) e se mantenha em patamar historicamente baixo, é necessário que o governo federal afaste o risco de *default* da dívida pública percebido pelos agentes econômicos. Assim, estará garantido um custo do capital baixo e igual para toda a sociedade brasileira, estimulando o investimento.

2. Ajuste das contas públicas e reformas regulatórias: espaço para expansão do investimento privado

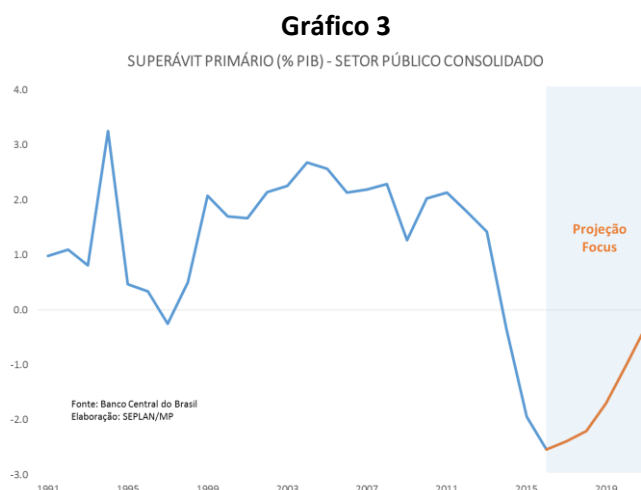
A taxa de investimento no Brasil em proporção do PIB decresceu ao longo dos anos, principalmente se compararmos com a taxa média nas décadas de 1970 e 1980. O Gráfico 2 mostra que a principal diferença entre as décadas de 1970 e 1980 em relação aos últimos 30 anos é a redução do investimento privado, que diminuiu 3 p.p. do PIB. Já o investimento do setor público teve a primeira redução na transição do milagre econômico para os anos 1980 e 1990. No primeiro semestre deste ano, esse investimento foi de 1,3% do PIB, valor historicamente baixo, resultado da forte restrição fiscal.

Gráfico 2
INVESTIMENTO (% do PIB)



* Primeiro semestre de 2017
Fonte: IPEADATA
Elaboração: SEPLAN/MP

O Gráfico 3 revela a difícil situação fiscal do país, que não apresentava déficits tão elevados em percentual do PIB desde 1991¹. Os resultados negativos começaram em 2014 e perdurarão até 2021, segundo a projeção do Boletim FOCUS do Banco Central, que coleta as projeções de instituições financeiras. É quase uma década de resultados negativos, o maior período da história brasileira. Ter um caminho seguro de reversão desse quadro assegurara condições favoráveis para a retomada o investimento.



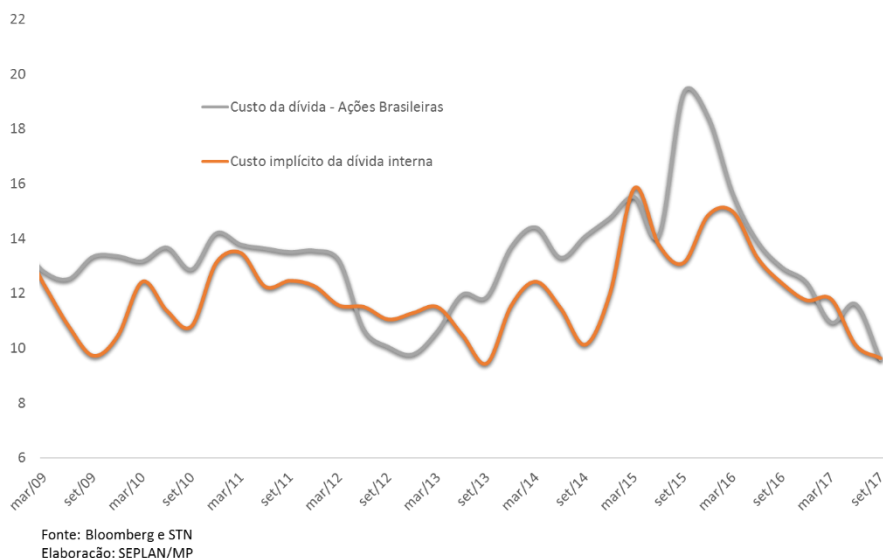
Esse resultado deteriorou a relação dívida pública/PIB, mas, com o Novo Regime Fiscal, a limitação do gasto governamental proporcionará a estabilização do endividamento no médio prazo, o que acarreta melhora na estrutura a termo da taxa de juros devido à redução na percepção de risco do Brasil. Para isso, é de singular relevância a aprovação da Reforma da Previdência, pois, caso contrário, poderá haver aumento do risco percebido pelos agentes econômicos, elevando o custo de capital da economia brasileira, com efeitos nocivos em toda economia, visto que aumentará o custo de oportunidade do consumo e do investimento privado.

Apesar dos déficits públicos elevados, a implementação do Novo Regime Fiscal sinalizou ao mercado a busca por maior eficiência do gasto e recuperação da poupança pública. Esta alteração constitucional manteve o risco país baixo e as taxas futuras de juros ancoradas. Como consequência, as taxas de juros implícitas da dívida pública interna brasileira e da dívida das empresas listadas na Bovespa declinaram para patamares historicamente baixos, conforme observa-se no Gráfico 4.

¹ Período inicial da série, que foi extraída do Banco Central do Brasil.

Gráfico 4

Taxa de juros implícito - Títulos privados x públicos



Para que o custo do capital permaneça baixo, é importante que o risco país se mantenha próximo ou abaixo do patamar atual. Assim, é necessário que as reformas continuem e, principalmente, que se efetivem as alterações das regras previdenciárias para que o Governo Federal solidifique a recuperação das contas públicas. Esse processo de melhora do resultado fiscal é fundamental para que as despesas discricionárias parem de ser comprimidas, prejudicando o investimento público e o funcionamento básico dos órgãos públicos. Na mesma linha, com as contas equilibradas e inflação controlada, a melhora na estrutura a termo dos juros abre espaço para o investimento privado.

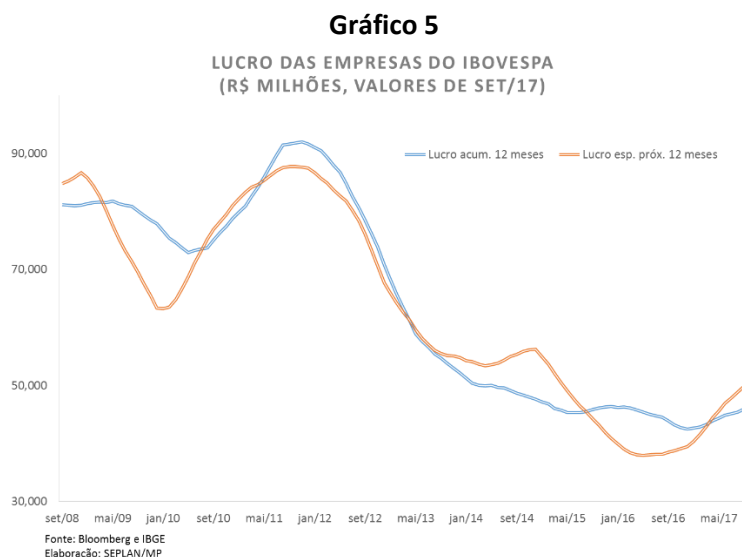
Nesse cenário, outra frente importante advém da busca do governo em incentivar o aumento do setor privado na economia, com diversas medidas regulatórias, novas rodadas de concessão e privatização de empresas públicas. A agenda de medidas microeconômicas e regulatórias é vasta: i) a atualização de importantes marcos regulatórios setoriais (mineração, telecomunicações, energia elétrica, saneamento, gás natural e etc); ii) a adoção de medidas transversais fundamentais para agilizar a implantação de projetos de infraestrutura (desapropriação, atualização da lei dos engenheiros e licenciamento ambiental) ou para melhorar a governança, tal como o novo marco regulatório das agências reguladoras; iii) o aumento da segurança jurídica e o aperfeiçoamento das regras incidentes sobre ativos imobiliários (atualização de lei de alienação fiduciária de bem imóvel); entre outras ações.

Conforme será destacado na próxima seção, alguns indicadores demonstram que as medidas adotadas pelo governo têm impactado positivamente o investimento privado.

3. Indicadores de melhoria futura do investimento

A economia brasileira apresenta claros sinais de recuperação. Após um longo período de recessão, o PIB em 2017 vem apresentando resultados positivos consecutivos, indicando continuidade da expansão da atividade desde o começo de 2017. A melhora já pode ser percebida na retomada do emprego, produção da indústria e nas vendas no comércio. Ademais, há sinais promissores de melhora no investimento e na lucratividade das empresas. Após quinze trimestres, o investimento expandiu 1,6% ante o trimestre anterior, retiradas as influências sazonais, com destaque para a ampliação da produção de bens de capital, e já se percebe melhoras da lucratividade das empresas que compõe o IBOVESPA.

O Gráfico 5 apresenta o lucro do IBOVESPA acumulado 12 meses e o valor esperado (pesquisa feita com analista de mercado) para um ano à frente. A figura abaixo indica que, desde o começo deste ano, o valor projetado de investimento já supera a execução dos últimos 12 meses. Além disso, a taxa de crescimento do lucro esperado tem se elevado nos últimos meses, indicando mais confiança dos analistas na recuperação do ciclo atual. É fato que o nível ainda está baixo, mas, à medida que a recuperação da atividade solidifica, a lucratividade elevará.

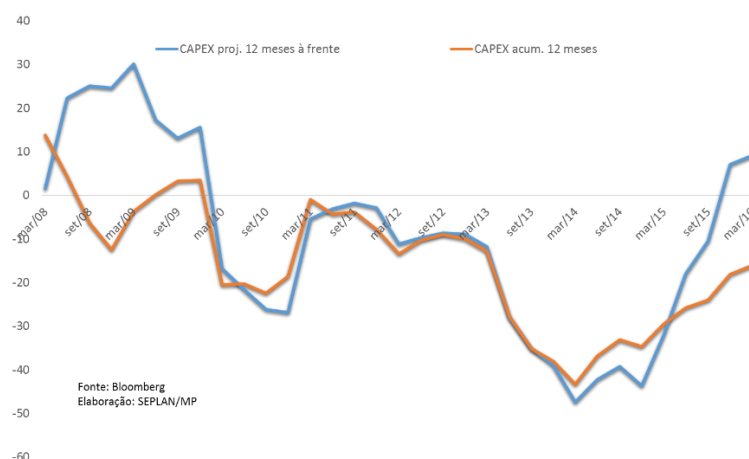


Nesse ambiente de recuperação cíclica, após longa e profunda recessão, a taxa de juros mais baixa adicionada a melhora da lucratividade das empresas incentivam o empresário a investir. A recuperação da atividade econômica, o baixo custo do capital e a elevada liquidez, adicionada a setores que necessitam de investimento, com baixa ociosidade e que são objeto de mudanças no marco regulatório, proporcionarão retornos elevados para o investimento privado.

O Gráfico 6 indica a recuperação do investimento projetado das empresas listadas no IBOVESPA, quando comparado ao mesmo período do ano anterior. A projeção das inversões financeiras feita pelos analistas de mercado indica o primeiro crescimento interanual desde 2010. O investimento realizado nos últimos 12 meses, apesar de estar no campo negativo, indica melhora na tendência da taxa de retração nos últimos dois anos.

Gráfico 6

Crescimento do CAPEX das empresas do IBOVESPA (T/T-4, %)



Para as empresas de infraestrutura, por exemplo, os dados extraídos da Bloomberg indicam que houve crescimento de 19% do Capex de setembro de 2016 a setembro de 2017. O fortalecimento da economia e a maior participação do setor privado nos projetos de infraestrutura farão com que o nível de inversões se tornem robustos e apresentem uma elevada taxa de investimento. Para que isto ocorra, é importante avançar nessa agenda de aperfeiçoamentos regulatórios e o processo de privatizações e concessões.

4. Fontes de financiamento para o investimento privado

Com a atenção do setor público focada na recuperação do resultado fiscal e na melhora do ambiente para o investimento, abre-se espaço para o capital privado investir em setores onde há gargalos para o crescimento econômico brasileiro. Esses investimentos poderão auferir elevado retorno, devido à melhora do ambiente regulatório e pelo aumento da demanda. Entretanto, um possível questionamento levantado é a fonte de financiamento para estes novos investimentos.

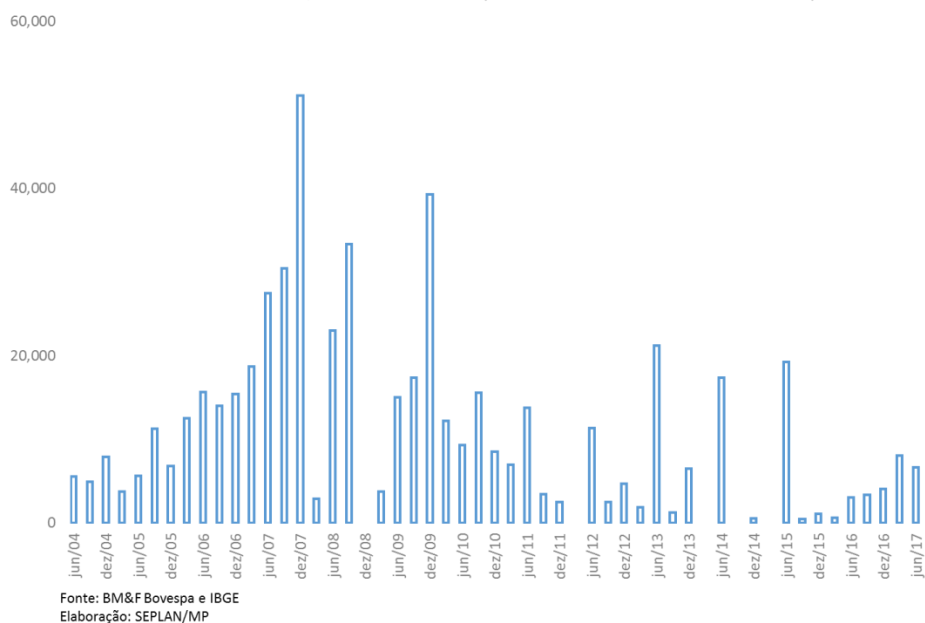
Claramente, não existe espaço fiscal para medidas creditícias e para-fiscais como ocorreram no passado recente. Todavia, o governo está envidando todos os esforços para garantir que a taxa de juros futura permaneça em patamar historicamente baixo, buscando melhorar os resultados fiscais de tal forma a manter baixo o nível de risco do país. Assim, abre-se espaço para melhorar a performance do investimento privado.

Uma das formas de financiamento deriva das operações de emissão de dívida permitidas pela menor taxa de juros futura. Conforme já vimos anteriormente, essa taxa se encontra próximo ao seu menor valor histórico. O Gráfico 4 exemplifica o baixo custo de capital para as empresas listadas no BOVESPA decorrente desse momento de juros baixos.

Outra forma saudável de financiamento é através do mercado acionário. O Gráfico 8 mostra as ofertas públicas desde 2004. Há um aumento das ofertas do início da série até a crise financeira global de 08-09. Após a recessão brasileira de 2009-08, houve novas emissões ações, no entanto, a partir de 2011, as novas emissões se tornaram mais escassas. Alguns trimestres apresentaram pontualmente ofertas de aproximadamente R\$ 20 bilhões, mas não há uma recuperação clara. Desde meados de 2016, começa-se a esboçar uma recuperação crescente desse indicador.

Gráfico 8

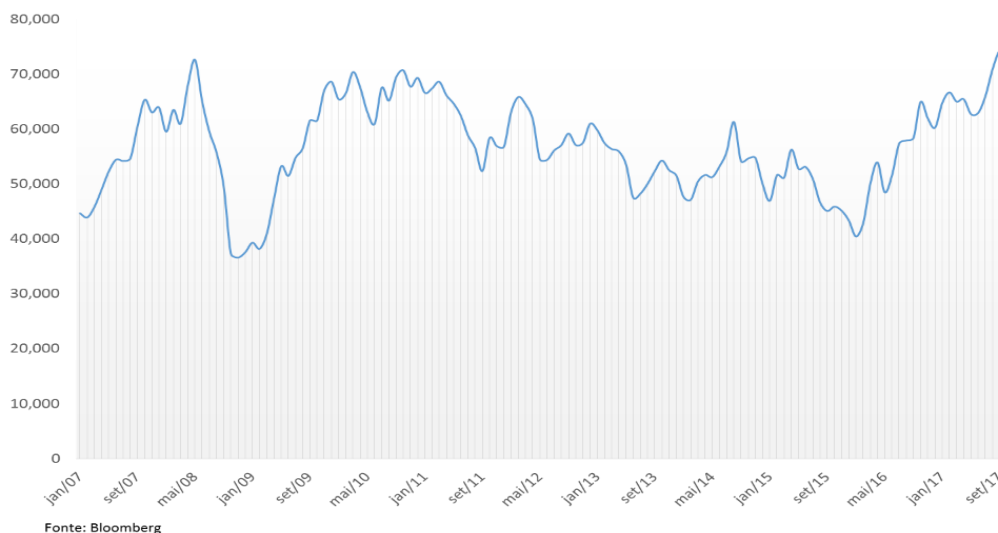
Ofertas Públicas, excl. Petrobras (R\$ milhões - valores de set/17)



Essa queda do financiamento por ações pode ter decorrido da baixa demanda nos últimos anos por renda variável. Contudo, neste segundo semestre, o IBOVESPA alcançou o seu maior valor histórico (nominal). O Gráfico 9 mostra a melhora do índice, revertendo a tendência de baixa que ocorreu desde 2011 até o começo de 2016. Sabe-se que esta recuperação do IBOVESPA se relaciona com a maior demanda internacional por ativos de renda variável e, principalmente, pela melhora do ambiente regulatório, implementação das reformas (trabalhista e novo regime fiscal) e a perspectiva de continuidade das reformas pró-investimento.

Gráfico 9

ÍNDICE DO IBOVESPA



5. Conclusão

A queda do investimento público nos últimos anos é resultado da necessidade de ajuste das contas fiscais e no engessamento da despesa do governo federal. Assim, com o foco o governo em continuar o processo de melhora das contas públicas, estabilizando a dívida pública em percentual do PIB, abre-se espaço para o aumento do investimento privado com um custo de capital menor. Adicionalmente, as reformas regulatórias implantadas pelo Governo, as estruturantes e as setoriais, permite tornar atrativo o investimento pelo setor privado. Por fim, o financiamento do investimento via mercado de capitais aparece como uma alternativa possível.