

As opções reais e o espetáculo de crescimento

Reduzir a incerteza associada às políticas regulatórias setoriais e à vulnerabilidade externa é fundamental para estimular o investimento.

Márcio G. P. Garcia¹
2 de setembro de 2003

Do ponto de vista do Brasil, maior inserção comercial e financeira na economia mundial é a melhor forma de promover crescimento econômico sustentado. O crescimento econômico sustentado é indispensável para que os inadiáveis objetivos sociais de redução da pobreza, erradicação da miséria e da fome e mais justa distribuição de renda sejam alcançados. Como obter o retorno ao crescimento sustentado em um ambiente de maior integração econômica internacional?

O crescimento econômico advém da incorporação de novos fatores de produção (capital e trabalho) e do aumento da produtividade dos fatores, normalmente associado à incorporação de novas tecnologias. Ou seja, é preciso investir.

Quem vai investir? O governo? Pouco provável, pois têm outras funções prioritárias e não tem capacidade adicional de endividamento. Assim, o investimento terá que ser do setor privado (nacional e estrangeiro). A maior inserção do Brasil na economia mundial só trará os benefícios pretendidos se houver um aumento do investimento produtivo.

Portanto, é natural que investiguemos os determinantes do investimento produtivo. O que diz a teoria econômica sobre os determinantes do investimento produtivo?

A abordagem tradicional, aprendida nos cursos de matemática financeira e análise de investimentos, e base da teoria neoclássica de investimento e da famosa teoria do “q” de Tobin, é que um projeto de investimento (uma fábrica) deve ser levado adiante se o valor presente líquido (VPL) do fluxo de receitas menos despesas for positivo. Embora muito difundida, a abordagem tradicional erra por não considerar devidamente as três características fundamentais do investimento produtivo (irreversibilidade, incerteza e escolha temporal).

Quando se faz um investimento perde-se a “opção de esperar”. Tal opção é uma opção de compra (*call option*), e seu valor tem que ser deduzido do VPL da visão tradicional. O valor da opção de esperar é avaliado como uma opção de compra, p.ex., através da famosa fórmula de Black-Scholes.

Black-Scholes nos diz que dentre os fatores que influem no valor de uma opção de compra

¹ Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisador do CNPq escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

está a volatilidade do preço do ativo subjacente. Quanto maior a volatilidade, maior o valor da opção de compra. Portanto, quanto maior a incerteza sobre os diversos aspectos que influenciam o resultado do investimento, maior é o valor da opção de esperar, menor é o VPL ajustado, e menor é o volume de investimentos.

Segundo um clássico sobre a abordagem moderna do investimento sob incerteza “... a abordagem das opções reais sugere que várias fontes de incerteza sobre os lucros futuros—flutuações nos preços dos produtos, custos dos insumos, taxas de câmbio, impostos e políticas regulatórias—têm efeitos muito mais importantes sobre o investimento do que o nível das taxas de juros. ... Redução ou eliminação da incerteza desnecessária pode ser a melhor forma de política pública para estimular o investimento. E a incerteza gerada pelo próprio processo de um longo debate sobre alternativas de política (econômica) pode ser um sério obstáculo ao investimento.”²

A citação anterior aplica-se como uma luva à situação brasileira atual. Temos várias fontes de incerteza: algumas irremovíveis, outras nem tanto. A sustentabilidade fiscal depende em grande medida do sucesso das reformas previdenciária e tributária. Esta última também tem a tarefa de desonerar a exportação e o investimento. A incerteza quanto a tais reformas é inerente ao jogo democrático, não podendo ser totalmente evitada. Já a incerteza regulatória em vários setores fundamentais (notadamente em telecomunicações e energia) poderia ser muito abreviada. Colocar rapidamente em execução políticas claras e consistentes pode estimular o investimento tanto ou mais do que a queda dos juros. Manter um longo debate tem justamente o efeito adverso de elevar o valor da opção da espera e diminuir os investimentos.

Outro fator gerador de enorme volatilidade é a vulnerabilidade externa de nossa economia, que tem abortado surtos incipientes de crescimento. Apesar de termos domado a megainflação com o plano real, nesses nove anos a economia brasileira permaneceu incapaz de crescer sem gerar pressões inflacionárias ou no balanço de pagamentos, as quais exigem a manutenção de altas taxas de juros que prejudicam sensivelmente o investimento e o crescimento, além de tornar mais difícil a sustentabilidade da dívida pública (outro fator gerador de volatilidade). Como reduzir a vulnerabilidade de nossa economia (perda de PIB e alta de inflação) frente aos voláteis fluxos de capital?

A literatura sobre desenvolvimento econômico há muito tempo chama a atenção para um conceito fundamental que está intimamente relacionado com a maior integração comercial da economia: exportabilidade. Segundo Hirschman, “... o único meio através do qual um país pode financiar as importações das quais necessita para explorar o potencial de crescimento de suas atividades em rápida expansão é ser capaz de vender externamente uma porção do produto dessas mesmas atividades: só então os surtos de importações causados pelo padrão de crescimento nas atividades em rápida expansão serão sistematicamente aliviados por surtos de exportações. Qualquer alívio através de outras exportações é em grande medida uma questão de sorte.”³

² Dixit e Pindyck, “Investment under Uncertainty”, 1994.

³ Hirschman, “The Strategy of Economic Development”, 1958. Agradeço a Edmar Bacha por esta citação.

Algumas importantes medidas para aumentar a exportabilidade de nossa economia são:

- 1) A manutenção de uma taxa de câmbio real no longo prazo que remunere investimentos em exportação.
- 2) A desoneração tributária das exportações, que deveria ser contemplada dentro da reforma tributária.
- 3) O livre comércio, possibilitando que os produtos brasileiros possam incorporar componentes estrangeiros, fazendo-os competitivos (em termos de preço e de qualidade) aos produtos estrangeiros.
- 4) Uma mão-de-obra educada que possa se adaptar aos modernos processos produtivos requeridos pelos produtos que são negociados internacionalmente.
- 5) A promoção de produtos brasileiros em mercados internacionais.

O aumento da exportabilidade da economia brasileira, associada a modificações legais que melhorem o acesso dos investidores (tanto os estrangeiros quanto os nacionais) aos direitos de propriedade sobre os investimentos aqui realizados, bem como o aumento da taxa de poupança doméstica, e o aumento da eficiência da intermediação financeira doméstica permitirão uma maior integração do sistema financeiro nacional ao internacional, diminuindo a vulnerabilidade externa e a ocorrência de crises financeiras. Isso em muito contribuirá para estimular o investimento e o crescimento econômico.