

Os Estados Unidos e o custo de capital

Gustavo H. B. Franco

Existem muitas razões para o vigor da economia norte-americana, três das quais me parecem fundamentais: a presença amplamente consolidada das instituições próprias de uma economia de mercado; o dinamismo tecnológico; e o equilíbrio fiscal solidamente estabelecido. Cada uma das explicações que se ouve para o valor das empresas e a exuberância das bolsas, a velha e a nova, enfatiza ao menos um desses três elementos.

Dos três elementos, os dois primeiros dizem respeito a fatores institucionais e estruturais, normalmente enfatizados pelos estudiosos do crescimento, historiadores e economistas. Estamos falando de direitos de propriedade, da letra do contrato, mas também de recursos para investimento e para pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias e produtos, e de esforço educacional. O fator de número três não é muito popular entre os estudiosos, que parecem deixar esses assuntos fiscais e de macroeconomia para o domínio do curto prazo, onde acontecem coisas que os historiadores sequer notam quando estudam as grandes tendências. Parece que temos aí uma pequena vingança dos historiadores contra Keynes, que alegou, conforme reza a lenda, que no longo prazo todos estaríamos mortos.

Mas saindo do mundo dos acadêmicos, e perguntando a qualquer empresário brasileiro onde está o gargalo para o crescimento, ou por que as empresas brasileiras são baratas, tendo em vista o esplendor da economia americana, a resposta é praticamente unânime: o alto custo do capital. Já faz muito tempo que se ouve essa queixa no Brasil e ela tem tudo a ver com fatores fiscais ditos de "curto prazo".

Empresários são homens práticos que sabem fazer conta. É fácil descobrir que o custo do capital tem como elemento básico o custo de captação do Tesouro do país em questão para diferentes prazos, o que tem tudo a ver com a situação fiscal de cada país.

Nos EUA existe muita liquidez para títulos do Tesouro Americano para o prazo de 30 anos, em preços e taxas não tão diferentes das que são obtidas para colocações de um ano. O custo do capital é muito baixo, é por isso que as empresas existentes ou por construir valem muito.

A conta a fazer é muito simples: suponha que um empreendedor vá a um banco e mostre um projeto que a princípio, no primeiro ano, gaste US\$ 100 mil e gere US\$ 20 mil de receita, mas que as taxas de crescimento para os custos sejam de 10% anuais e da receita de 35% anuais. Quanto vale este projeto?

Considerado um horizonte de 30 anos e uma taxa de desconto de 6%, ou seja, nos EUA, o sujeito poderá vender este projeto por US\$ 100 milhões, ainda que o chamado "break-even" ocorra apenas no nono ano.

Como seria a vida deste empreendedor no Brasil ?

Como o perfil do custo do capital tem a ver com o custo de captação do Tesouro Nacional, ele rapidamente verá que o horizonte, em hipótese alguma, será maior que cinco anos e a taxa de desconto vai ser a do CDI, ou seja, a do "overnight", taxa de juros que o Tesouro paga para tomar dinheiro emprestado por um dia. Nessas condições, o projeto de US\$ 100 milhões não terá qualquer valor a menos que o empreendedor consiga encontrar um capitalista que tenha uma paciência superior a 16 anos. Do contrário o nosso empreendedor não irá fazer coisa alguma.

Essa é uma explicação simples para um processo complexo que os economistas chamam de "crowding out", ou seja, é assim que o governo atrapalha os projetos de investimento da iniciativa privada, elevando o custo do capital ao absorver a maior parte da poupança privada existente, para sustentar uma situação fiscal precária. O perfil da dívida pública reflete as percepções dos poupadores sobre a qualidade do crédito do governo, que fica sendo o piso para o custo do capital. Se o crédito público é baixo, o custo do capital vai ser alto.

Todo aquele que se considera pessoalmente ofendido pelo alto custo do capital no Brasil deveria ser um apóstolo do ajuste fiscal e parar de alimentar ilusões que isto se deve à vilania do Banco Central e dos bancos. Aliás, até mesmo estes últimos andam se queixando do alto custo do capital, como é possível ver pelas manifestações de parlamentares amistosos à Febraban a propósito do leilão do Banespa.

Voltando aos três fatores de sucesso da economia americana, é interessante considerar que os dois primeiros dizem respeito a processos difíceis como o amadurecimento de instituições e investimento em conhecimento. Podemos levar várias décadas para nos igualar aos EUA nos dois primeiros quesitos. Mas no que tange o terceiro, nada, além das nossas próprias hesitações, nos impede de atingir uma situação de equilíbrio fiscal e reduzir drasticamente o custo do capital no Brasil. Vai demorar um pouco, infelizmente, porque credibilidade é essencial nesse processo, e ela não surge do dia para a noite.