Negócios Economistas dão explicações, e uma delas culpa o foco de executivos e acionistas no curto prazo

Empresas dos EUA lucram mais, mas investem menos

Robin Harding
Financial Times

Robert Grant fez uma sólida carreira baseada no botox e em implantes mamários. Com um largo sorriso, ele parece uma versão hollywoodiana de um executivo empresarial americano, talvez porque admita usar alguns dos produtos rejuvenescedores que vendia.

Tratamentos para esticar a pele de uma população em envelhecimento são a quintessência de produtos altamente rentáveis na economia americana do Século XXI. Grant teve altos cargos em algumas das maiores empresas do setor, como a Allergan e a Bausch & Lomb, que têm operações, juntamente com seus mais ardentes clientes, em Orange County, na Califórnia.

Mas Grant ficou frustrado, mesmo nesse mais saudável dos setores da economia. "O setor passou a assumir menos riscos, a envolver menos inovações verdadeiras. Tornou-se um mundo mais voltado para eficiência, redução de custos e alavancagem financeira", diz ele sobre as grandes companhias americanas. "Ninguém quer se arriscar em algo que pode não dar certo."

Ele superou suas frustrações criando a Strathspey Crown, uma firma de investimentos que tem como objetivo apoiar novas tecnologias em "saúde focada em estilo de vida" para consumidores que pagam para ter a melhor aparência.

A experiência de Grant reflete um mistério mais amplo sobre a economia americana que remonta ao final dos anos 1980, mas tornou-se cada vez mais premente no início do quinto ano da lenta recuperação atual. Os lucros, nos EUA, estão em alta histórica, mas, perversamente, o investimento está estagnado.

De acordo com a gestora de ativos OGM, os lucros e os investimentos líquidos totais nos EUA caminharam bem juntos até o fim de 1980, ambos a cerca de 9% do Produto Interno Bruto (PIB).

Depois, a relação começou a se romper. Após a recessão, a partir de 2009, a coisa desandou. Os lucros empresariais antes dos impostos estão agora em níveis recordes, a mais de 12% do PIB, ao passo que o investimento líquido corresponde a apenas 4%. O padrão é similar, embora menos acentuado, quando analisa-se especificamente o investimento das empresas.

Essa mudança é muito peculiar. A teoria econômica diz que o investimento é estimulado por oportunidades lucrativas, de um lado, e pelo custo de capital, de outro. Lucros elevados sugerem haver oportunidades razoáveis de ganhar dinheiro; mínimos históricos nas taxas de juro e altas no mercado de ações significam que o capital está superbarato. Apesar disso, os investimentos não acontecem.

"Está acontecendo uma coisa estranha: o retorno sobre o capital parece realmente alto, o custo de capital está baixo e ainda vemos muita recompra de ações e não muito investimento", diz Ben Inker, co-diretor de alocação de ativos na GMO. "Tudo isso parece um pouco estranho."

Para os trabalhadores, essa estranheza é refletida numa queda da participação dos salários no PIB, de modo que isso contribui para a crescente desigualdade. Para os investidores, se o extraordinário vigor dos lucros revelar-se insustentável, então o mercado de ações americano terá de cair. E, para todos, o investimento hoje é o que conduzirá a um padrão de vida melhor amanhã.

Lucros e investimentos somavam 9% do PIB nos anos 80. Em 2009, os primeiros eram 12%, e os últimos, apenas 4%

Explicar o descolamento entre lucros e investimentos pode ajudar a solucionar alguns dos maiores problemas na economia americana. As teorias incluem de tudo, da crise financeira ao lado oculto dos efeitos colaterais da informática até os incentivos perversos que beneficiam executivos das empresas.

O lugar mais óbvio para começar é a crise financeira e a recessão. Seu grau extremo ajuda a explicar o declínio no investimento mundial: ninguém construiu casas durante cinco anos nos EUA.

Até certo ponto, isso também pode explicar por que as empresas não investem, apesar dos elevados lucros. "Foi preciso recuperar todo o terreno perdido na queda, antes que fosse necessário adicionar mais capacidade produtiva", diz Joseph Kasputys, fundador da IHS Global Insight, que presta consultoria econômica a empresas americanas. "Em segundo lugar, há o fato de que as perspectivas futuras de crescimento estavam muito anêmicas e continuam extremamente anêmicas."

A implicação, para a política econômica, é simples: basta curar a economia para que o investimento cuide de si mesmo. Os lucros cairão, os salários se recuperarão. Mas a recessão, por si só, não pode explicar por que os lucros deveriam atingir níveis recordes, nem por que sua relação com o investimento mudou tanto ao longo dos últimos 25 anos.

Objeções semelhantes aplicam-se à teoria — ferrenhamente defendida pelas empresas americanas — segundo a qual excesso de regulação, de tributação e incertezas de política econômica estão sufocando o investimento. Grant afirma que o foco do governo no controle dos custos de saúde desestimulam a inovação. Ele cita o imposto de 2,3% sobre os aparelhos médicos que ajudaram a bancar os custo criado pela Lei de Cuidados Médicos a Preços Razoáveis, a reforma da saúde do governo Obama.

"Inovações, normalmente, só nascem em meio a liberdade", diz ele. "No geral, estamos vendo, especialmente nos EUA, um modelo que é provavelmente mais regulamentado do que no passado."

A regulação pode estrangular a produtividade, porém é mais provável que prejudique o investimento, ao torná-lo menos rentável — no entanto, os lucros estão em alta. Além disso, recentes mudanças de regulação, como a reforma financeira Dodd-Frank e o Affordable Care Act, não podem explicar uma tendência desregulamentadora que se manteve durante os governos Clinton e Bush. Isso produz mudanças mais profundas na economia, e uma das mais profundas é a ascensão da tecnologia da informação, que ganhou ímpeto à medida que o padrão de investimentos e lucros começou a mudar, na década de 1980.

A informatização é frequentemente citada como causa do aumento na desigualdade, porque os computadores beneficiam os trabalhadores capacitados a usá-los. Mas Loukas Karabarbounis e Neiman Brent, da escola de negócios Chicago Booth, sugerem que os computadores também impulsionaram os lucros. O argumento deles gira em torno do barateamento dos computadores em comparação com o investimento tradicional: custa menos aumentar a produção mediante o uso de uma nova versão do Windows do que criando uma nova linha de produção.

Ao tornar o investimento mais barato, as empresas passaram a usar computadores para substituir pessoal. Isso resultou em um aumento nos lucros em relação aos salários. Quanto mais baratos passam a ser os investimentos num país, concluem Karabarbounis e Nieman, mais sobe a participação dos lucros no PIB.

Mas há um problema com essa teoria: ela prevê maiores investimentos juntamente com maiores lucros à medida que as empresas investem dinheiro em poder computacional. "É verdade que as calibrações básicas [de nossos modelos] preveem mais gastos com investimentos do que temos visto normalmente", diz Nieman.

Uma resposta possível é que as estatísticas econômicas não capturem todo o investimento. Por exemplo, elas podem não captar a queda nos preço da capacidade de computação e os investimentos podem estar migrando para ativos intangíveis, como pesquisa, desenvolvimento de marcas e melhor organização empresarial.

De acordo com Carol Corrado, da entidade empresarial The Conference Board, o investimento intangível dobrou, como proporção do PIB, ao longo dos últimos 40 anos. Depois de levarmos em conta esse fato, o investimento parece mais vigoroso. "Isso muda o padrão enormemente", diz ela.

Se os computadores são a principal influência, então os lucros são sustentáveis, há menos medo quanto ao crescimento futuro e os trabalhadores levam a pior, até que surja outra tecnologia que crie demanda para essa força de trabalho. Há ainda muitas dúvidas, porém, sobre se os intangíveis constituem realmente uma forma de investimento. Se uma empresa investe em sua marca para aumentar os lucros, isso não significa então que outra empresa perderá lucros, o que implica nenhuma mudança para a economia como um todo?

Paul Krugman, economista de Princeton e colunista do "The New York Times", tem uma explicação mais sinistra para a ausência de investimentos. Ele sugere ter havido um aumento geral de poder monopolista. "A resposta mais significativa, sugiro, é a crescente importância de rendas monopolistas: os lucros que não representam retornos sobre o investimento, mas, em vez disso, refletem o valor de predominância no mercado", escreveu ele.

Mais monopólios explicariam lucros maiores com menos investimento, mas há escassas evidências de que o poder monopolista tenha crescido, e os gastos de capital estão baixos também em setores competitivos. Por exemplo, a participação do valor agregado nas 20 maiores empresas desenvolvedoras de software americanas subiu de 46% em 1997 para 58% em 2007, o que é digno de nota, mas não se compara a uma nova Standard Oil. Assim, resta mais uma teoria, que remonta a Grant, e as grandes empresas de capital aberto que têm alimentado o aumento dos lucros nos EUA.

O mundo empresarial americano passou por uma revolução na década de 1980, com a chegada de aquisições alavancadas, valor para o acionista e opções para compra de ações em benefício de executivos e outros funcionários de alto escalão. A natureza das empresas com ações negociadas em bolsa mudou. "Hoje em dia, há um foco, em Wall Street, nos números trimestrais", diz Grant sobre seus anos de trabalho para empresas em bolsa. "Houve circunstâncias em que desejávamos adquirir tecnologias em estágio incipiente, mas não pudemos, porque iria queimar muito da relação preço/lucro."

Para os trabalhadores, essa relação é refletida numa queda da participação dos salários no PIB

Com o tempo, diz ele, a pressão por lucro por ação torna-se excessivamente forte. Isso leva a uma preocupação com redução de custos e com eficiência, em vez de um foco em investimentos de risco que levam tempo para dar retorno. "Se você estiver ganhando participação de mercado, então sairá ganhando, mesmo que os mercados se contraiam. Se você ampliar o mercado, mas perder participação, poderá acabar perdendo seu emprego."

Andrew Smithers, da consultoria londrina Smithers & Co, sustenta que essa mudança na cultura das grandes empresas pode explicar a divergência entre investimentos e lucros. Em especial, argumenta ele, as opções sobre ações estimulam os executivos a fazer os lucros crescerem no curto prazo, ao mesmo tempo em que reduzem os investimentos em favor de recompras de ações, que elevam o lucro por ação.

A ideia de que um mercado de ações míope pode levar as empresas a investir menos remonta a pesquisa feita no fim de 1980 por Jeremy Stein, à época economista na Universidade Harvard e hoje um dos diretores do Fed (Federal Reserve, o banco central dos EUA). A questão, porém, é saber se os salários dos executivos podem ter efeitos drásticos sobre a economia em geral. Não há certeza — mas existem algumas evidências sugestivas.

Em um documento de pesquisa teórica publicado recentemente pelo Fed de Nova York, os economistas John Donaldson, Natalia Gershun e Marc Giannoni concluem que os contratos que estabelecem a remuneração dos executivos podem ter "dramáticas e adversas consequências ao ciclo de negócios".

Mas, possivelmente, o resultado mais notável vem de novos dados disponíveis sobre empresas de capital fechado compilados por Alexander Ljungqvist e seus colegas na Universidade Harvard e na Universidade de Nova York. Eles concluem que, em comparações envolvendo empresas de mesmo tamanho e mesmo setor, as empresas americanas de capital fechado investem quase o dobro do que as que têm ações negociadas em bolsa de valores: 6,8% do total de ativos contra apenas 3,7%. As empresas de capital fechado são quatro vezes mais sensíveis a novas oportunidades de investimento e, quando uma empresa de capital fechado torna-se listada em bolsa, ela muda seu comportamento.

Ljungqvist diz não ter examinado o efeito dessa diferença sobre o investimento geral na economia. Dada a dimensão agregada no S&P 500, porém, o investimento poderia ser alguns pontos percentuais do PIB mais elevado, caso as empresas abertas investissem como as empresas de capital fechado.

Cada uma dessas teorias pode conter uma parte da verdade sobre lucros e investimentos. Mas, se a culpa está no comportamento das empresas, alavancas de política econômica poderiam ser acionadas. Seria hora de parar de pensar em governança empresarial e remuneração de executivos como questões de equidade e considerá-las, em vez disso, um problema macroeconômico do mais alto nível. "Toda a discussão tem sido travada em torno de injustiça", diz Smithers. "O prejuízo econômico foi totalmente ignorado."

(Tradução de Sergio Blum)

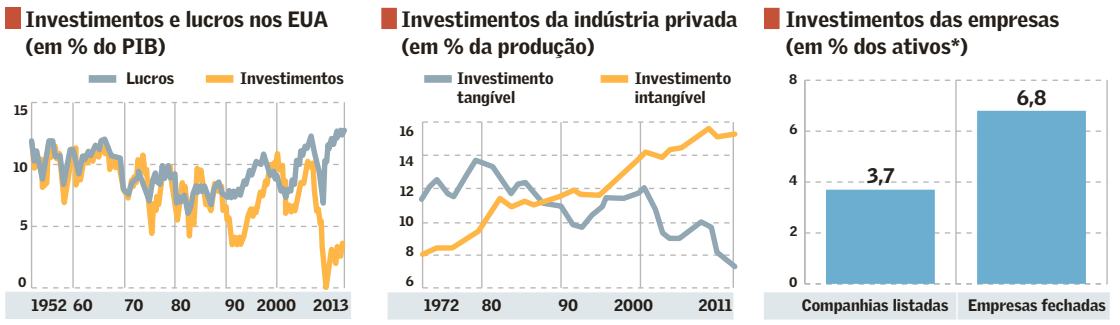
Montadoras otimistas

AP

Vivendo seu melhor momento desde 2007, as montadoras americanas revelaram nesta semana investimentos de US$ 434 milhões para ampliar sua capacidade de produção. Ontem, a Chrysler disse que abrirá 300 vagas em sua unidade em Michigan. A Ford também anunciou aumentos na produção, enquanto a Honda revelou que investirá US$ 215 milhões em Ohio, incluindo uma nova fábrica de motores de US$ 180 milhões. As empresas estão reagindo a uma alta nas vendas, que em julho chegou a 14% no setor de veículos pequenos e camionetes. O setor deve bater neste ano o recorde de vendas registrado em 2007, quando foram comercializados 16,1 milhão de veículos nos EUA. Na foto, trabalhador checa veículo da Chrysler, em Detroit.

Mais lucro, menos investimento

Empresas de capital fechado investem mais do que as abertas nos EUA



Fontes: GMO, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve, Asker, Ferry-Mensa and Lyungqvist. * Análise de 100 mil empresas entre 2001 e 2007

Fonte: Valor Econômico, São Paulo, 8 ago. 2013, Primeiro Caderno, p. A16.