



## **NOTA CEMEC FIPE 03/2023**

**INVESTIMENTO PRIVADO , CUSTO DE CAPITAL E CRESCIMENTO**

**MARÇO DE 2023**

## ÍNDICE

<b>1. SUMÁRIO</b>	<b>1</b>
<b>2. INVESTIMENTO PRIVADO REPONDE POR 90% DO INVESTIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA</b>	<b>3</b>
<b>3. INVESTIMENTO DAS EMPRESAS E CUSTO DE CAPITAL</b>	<b>6</b>
<b>4. CUSTO DE CAPITAL, POLÍTICA FISCAL E OUTROS FATORES</b>	<b>10</b>
<b>5. CONCLUSÕES</b>	<b>15</b>
<b>6. EQUIPE TÉCNICA</b>	<b>17</b>

## 1. SUMÁRIO

Vários temas tem ocupado o espaço da agenda econômica nos últimos meses, sem que a criação de condições para acelerar o crescimento da economia brasileira tenha ocupado o papel prioritário. No curto prazo, alguns desafios tem sido objeto de ações com efeitos imediatos, como é o caso do aumento das transferências de renda para enfrentar a emergência da fome que assola dezenas de milhões de brasileiros. Entretanto, somente a aceleração do crescimento com inclusão social pode assegurar a superação desse quadro, de modo sustentável. Por outro lado, a experiência internacional das economias bem-sucedidas mostra que mesmo ações eficazes e bem conduzidas para acelerar o crescimento não gera resultados imediatos e exigem persistência, o que exige a execução de ações com base numa visão de médio e longo prazo.

Esta Nota não inova ao registrar que a aceleração do crescimento requer o aumento da taxa de investimento e da produtividade total dos fatores. Apenas reúne algumas evidências que podem ajudar na avaliação do papel dos investimentos públicos e privados, dadas as restrições de recursos fiscais e as atuais condições da economia brasileira.

Em síntese, trata-se de aumentar a taxa de investimento público e o investimento privado. O IBGE mostra que os investimentos privados tem representado cerca de 90% dos investimentos totais. Simulações com dados das demonstrações financeiras das empresas abertas sugerem que o investimento privado apresenta alta elasticidade em relação a variações do custo de capital.

Independentemente da precisão dessa simulação, a principal indicação é que o investimento privado responde com intensidade a variações do custo de capital e, portanto, a criação de condições que sustentem a expectativa de médio e longo prazo da manutenção de taxas de juros baixas e compatíveis com a taxa esperada de retorno dos investimentos é condição necessária para incentivar o investimento privado. A acentuada queda das curvas de juros após o anúncio do novo marco fiscal demonstra que a expectativa de adoção e permanência de política fiscal que assegure o controle da carga da dívida é fator fundamental para manter baixas taxas de juros.

A principal conclusão é que a sustentação de expectativas de permanência de políticas de equilíbrio fiscal com base em arranjos institucionais confiáveis é condição fundamental para manter o custo de capital em níveis baixos, aumentar o investimento privado e acelerar o crescimento. Por outro lado, nas atuais circunstâncias das contas e da dívida pública a adoção de políticas de aumento dos gastos públicos financiados por aumento de dívida visando acelerar o crescimento tem o risco de aumentar as taxas reais longas de juros e o custo de capital, reduzir o investimento privado e o próprio crescimento da economia brasileira.

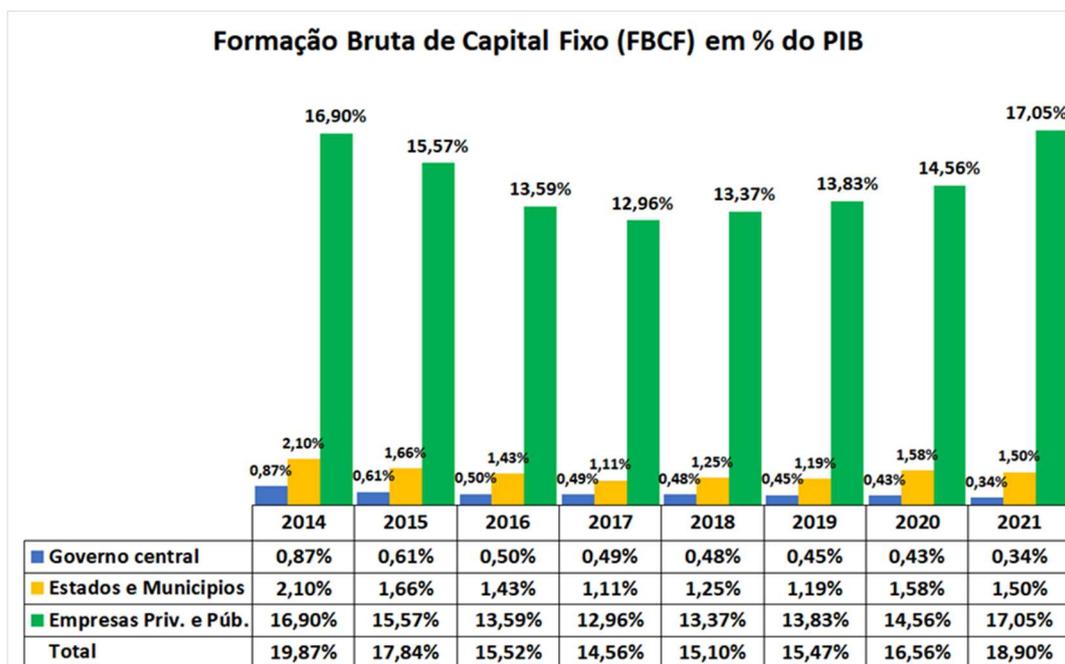
## **2. INVESTIMENTO PRIVADO REPONDE POR 90% DO INVESTIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA**

A experiência internacional de crescimento econômico, referendada por inúmeros trabalhos de pesquisa, mostra que a aceleração do crescimento requer o aumento da taxa de investimento em capital físico e humano e o crescimento da produtividade total dos fatores. Mostra também que o principal fator do aumento de produtividade é a velocidade de adoção de inovações tecnológicas, cuja adoção por parte das empresas é incentivada quando as empresas são levadas a investir em inovação, visando manter ou ampliar sua participação no mercado e sua rentabilidade num ambiente de concorrência criado inclusive com a abertura da economia e sua integração competitiva à economia mundial.

Modelo de crescimento desenvolvido pela IFI - Instituição Fiscal Independente estima o impacto da taxa de investimento e da produtividade total dos fatores (PTF) no crescimento da economia brasileira. As estimativas mostram que a elevação da taxa de investimento de 16% para 20% e do aumento da PTF de 0,5%a.a. para 1,5% mais que dobra a taxa de crescimento do produto potencial, de 1,4%a.a. para 3,2%a.a.

Trata-se, portanto, de aumentar o investimento público e o investimento privado. Os dados mostram que os investimentos privados têm representado cerca de 90% dos investimentos totais, como se vê no **Gráfico 01**

GRÁFICO 01



Fonte: Observatório de Política Fiscal – FGV IBRE

A observação desses números sugere pelo menos duas observações:

- a. Não obstante o aumento do investimento do governo central e dos Estados e Municípios seja necessário e desejável, deve-se reconhecer que uma aceleração significativa do crescimento requer principalmente o aumento do investimento das empresas, onde predomina o investimento de empresas privadas, que responde por 90% do total;
- b. A participação dos investimentos do Governo Central, em queda nos últimos anos em função do crescimento real das despesas obrigatórias e as limitações do teto de gastos<sup>1</sup>, representam em 2021 apenas 0,34% do PIB ou 1,8% da formação bruta de capital fixo total.

<sup>1</sup> O teto de gastos aprovado em 2016 e aplicado a partir de 2017 estabelece que o crescimento as despesas totais seja limitado à taxa de inflação do ano anterior; medidas de afrouxamento desse limite foram adotadas ao longo desse período

Nos últimos meses a redução da taxa de investimento do Governo central tem ocupado espaço significativo na agenda econômica liderada pelo novo Governo e teria sido um fator importante da perda de dinamismo da economia brasileira. Nessa linha, o aumento dos gastos de investimento do governo federal é apontado como fator importante para a retomada do crescimento, tendo sido anunciada que o valor do investimento do governo central de R\$70 bilhões será corrigido anualmente pela taxa de inflação e estará imune de qualquer limitação de despesas.

Esse valor representa praticamente o dobro do percentual investido pelo governo central em 2021, aumentando de 0,34% para cerca de 0,70% do PIB. Não obstante, esse aumento para 0,7% do PIB continuaria representando apenas 3,7% da taxa de investimento total se fosse mantida no nível de 18,9% observado em 2021, com modesto impacto sobre a taxa de crescimento da economia. Para fazer diferença seria necessário promover aumento muito significativo do investimento federal financiado com aumento de dívida, em movimento não compatível com as restrições de natureza fiscal.<sup>2</sup>

Desse modo, é importante identificar alguns dos principais fatores para promover o aumento da taxa de investimento das empresas.

---

<sup>2</sup> Há indicações de que o novo Ministro da Fazenda admite a impropriedade da expansão de gastos e o importante papel da queda da taxa de juros. Em entrevista ao Jornal Valor Econômico de 15/12/2022, pg. A5, destaca-se: “Não estamos em um momento em que a expansão fiscal vai ajudar a economia”. Mais adiante: “Se houver espaço para estímulo será o monetário. Se a gente puder fazer a transição, tem espaço para uma taxa de juros menor. Você tem que dar espaço para a autoridade monetária.

### 3. INVESTIMENTO DAS EMPRESAS E CUSTO DE CAPITAL

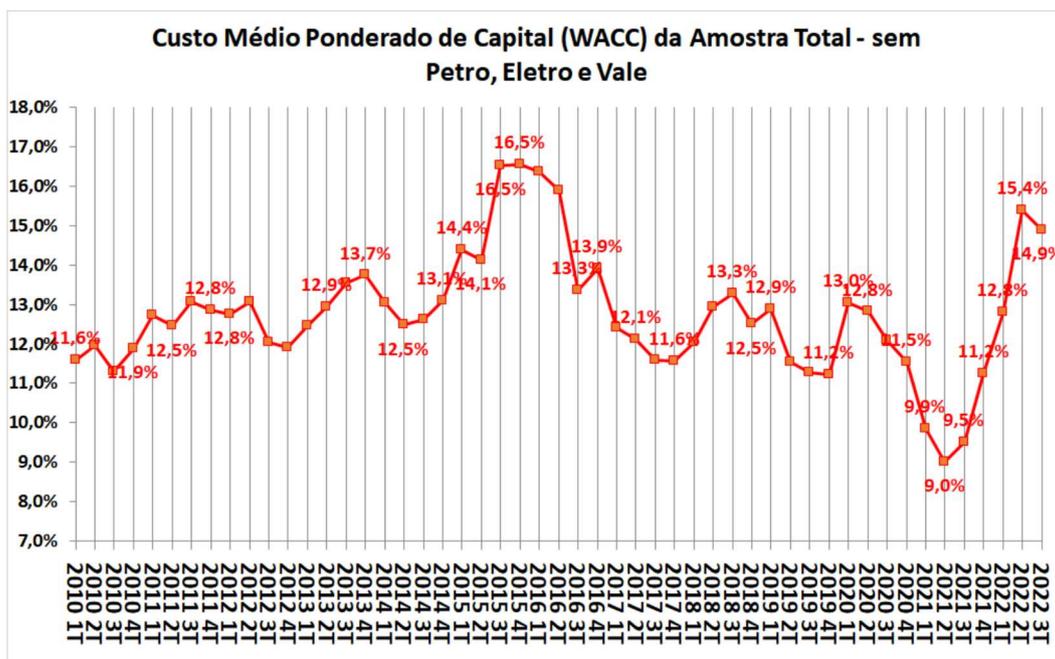
A experiência internacional e os resultados da vasta literatura sobre o crescimento econômico mostram que o aumento da taxa de investimento e da produtividade total dos fatores requer a manutenção de políticas de médio e longo prazo, com redução da incerteza, ambiente de negócios favorável<sup>3</sup> e incentivo à inovação reforçado por um processo de integração competitiva à economia mundial e investimentos em educação.

Um fator relevante de redução da incerteza é relacionado com a consistência e previsibilidade da política econômica e a sustentação da expectativa de relativa estabilidade do custo do capital no horizonte do investimento, fatores importantes da decisão de investir. Como se observa no **Gráfico 02**, nos últimos anos a forte variação do custo de capital certamente não tem favorecido as decisões de investimento. Por exemplo, a estimativa do custo médio ponderado de capital das empresas abertas, que tipicamente tem acesso a fontes de recursos com as menores taxas de juros, variou no intervalo de 9,00% a.a., observado em 2021 até 16,5% em 2016.

---

<sup>3</sup> Entre outras condições inclui-se aí estabilidade macroeconômica, segurança jurídica, respeito a propriedade e contratos, sistema tributário funcional

## GRÁFICO 02



Fonte: B3, Valor Pro – Elaboração CEMEC Fipe

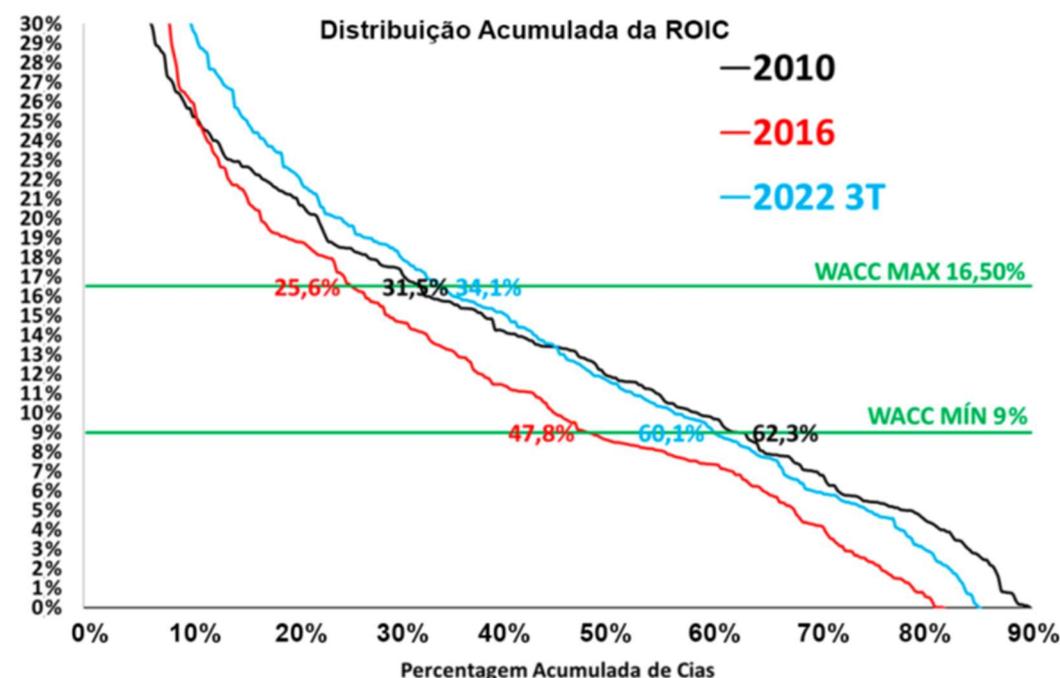
Usando dados das demonstrações financeiras das empresas abertas é possível obter algumas indicações sobre o impacto do custo de capital sobre as decisões de investimento. Além de outros fatores da decisão de investir, admite-se que a obtenção de taxa de retorno do capital total investido superior ao custo médio ponderado caracteriza uma situação favorável ao investimento enquanto que o contrário ocorre quando o custo de capital supera a taxa de retorno.

Embora o custo de capital utilizado numa decisão de investimento seja mais relacionado com a expectativa desse custo no horizonte do investimento, admite-se que as curvas apresentadas no **Gráfico 03** podem dar algumas indicações da elasticidade do investimento em relação ao custo de capital.

As curvas declinantes apresentadas nesse gráfico correspondem à distribuição acumulada de frequência das taxas de retorno do capital total investido (ROIC) de cerca de 450 empresas abertas, calculadas com base em suas demonstrações financeiras referentes a 2010, 2016 e no ano encerrado no terceiro trimestre de 2022. É interessante observar desde já que a distribuição de 2016 situa-se em quase todos os seus pontos à esquerda das

curvas de 2010 e 2022, como resultado do impacto negativo da grande recessão iniciada em 2014 sobre os resultados das empresas, enquanto que as curvas de 2010 e 2022 são bastante próximas, mas esta indica uma proporção maior de empresas nas faixas de taxas de retorno mais elevadas. As duas retas paralelas ao eixo horizontal representam o intervalo de valor da taxa de custo médio ponderado do capital<sup>4</sup> apurada no **Gráfico 02**, de 9.00%a.a. e 16,5%a.a.

**GRÁFICO 03**



Fonte: Valor Pro -Elaboração CEMEC Fipe

Usando a curva que representa a distribuição acumulada de taxas de retorno no ano terminado em 3T2022 (em azul), verifica-se que 60,1% das empresas tem ROIC superior ao custo médio ponderado do capital de 9%a.a., posição essa favorável ao investimento.

<sup>4</sup> Nessa comparação as taxas de retorno (ROIC) são as observadas em 2022 aos preços desse ano; os dados do custo médio ponderado do capital (WACC) de 2016 e 2021 foram usados apenas para definir um intervalo de taxas nominais observadas nos últimos anos; um estudo mais detalhado poderia usar taxas de custo médio ponderado de capital ajustadas pela inflação (taxas reais) levando em consideração também as diferenças setoriais do custo de capital próprio.

Nesse mesmo conjunto de empresas, apenas 34,1% das empresas conseguem gerar uma taxa de retorno do capital investido (ROIC) igual ou superior a 16,5%a.a.

É possível ter uma indicação do impacto do aumento do custo médio de capital sobre o investimento das empresas verificando a redução do número de empresas que conseguem superar o custo de capital no intervalo de 9,00%a.a. e 16,5% a.a. Tomando por base as 450 empresas participantes da amostra, o aumento do custo médio ponderado de capital de 9,00% a.a. para 16,5% a.a., reduziria de 270 para 153 o número de empresas com taxas de retorno superior ao custo de capital ou seja, (-) 43%. A indicação é a de que o investimento das empresas abertas tem alta elasticidade em relação ao custo de capital: com o aumento de 1 ponto porcentual do custo de capital o número de empresas com taxas de retorno superiores a esse custo cai cerca de 5,7%.

Independentemente da precisão dessa simulação, a principal indicação é que o investimento privado responde com intensidade a variações do custo de capital. Existem razões para acreditar que a criação de condições que sustentem a expectativa de médio e longo prazo da manutenção de taxas de juros baixas e compatíveis com a taxa esperada de retorno dos investimentos é condição importante para incentivar o investimento privado.

#### 4. CUSTO DE CAPITAL, POLÍTICA FISCAL E OUTROS FATORES

Uma condição importante para sustentar a expectativa de permanência de taxas de juros baixas no médio e longo prazo é a existência de um arranjo institucional consistente que minimize o risco de crescimento continuado do endividamento público e mitigue os riscos de solvência da dívida. Na verdade, no quadro em que a dívida é concentrada na moeda nacional, a hipótese mais provável de descontrole do seu crescimento é a configuração de uma situação de dominância fiscal e hiperinflação.

O aumento das taxas longas de juros desde o último trimestre de 2022 e fevereiro de 2023 tem sido atribuído pela maioria dos economistas e analistas de mercado ao denominado risco fiscal, refletindo a incerteza sobre a política fiscal que seria adotada pelo novo governo.. A observação do comportamento dos deslocamentos das curvas longas de juros a partir de março fornece uma evidência convincente da estreita ligação entre as expectativas de resultados fiscais a médio e longo prazo e o comportamento das taxas de juros, especialmente das taxas longas, que condicionam o custo de capital mais relevante para o financiamento dos investimentos<sup>5</sup>.

Desde o anúncio da elaboração do novo marco fiscal no início de março até o seu detalhamento, apresentado no Projeto de Lei Complementar enviado para exame do Congresso Nacional<sup>6</sup>, observa-se significativos deslocamentos da curva de juros. Observa-se uma queda continuada das curvas de juros até o início de maio, não obstante a permanência da taxa SELIC em 13,75% a.a. e da existência de dúvidas sobre a viabilidade de atingimento das metas de superávit primário e de sua eficácia para conter o crescimento continuado da relação dívida/PIB,

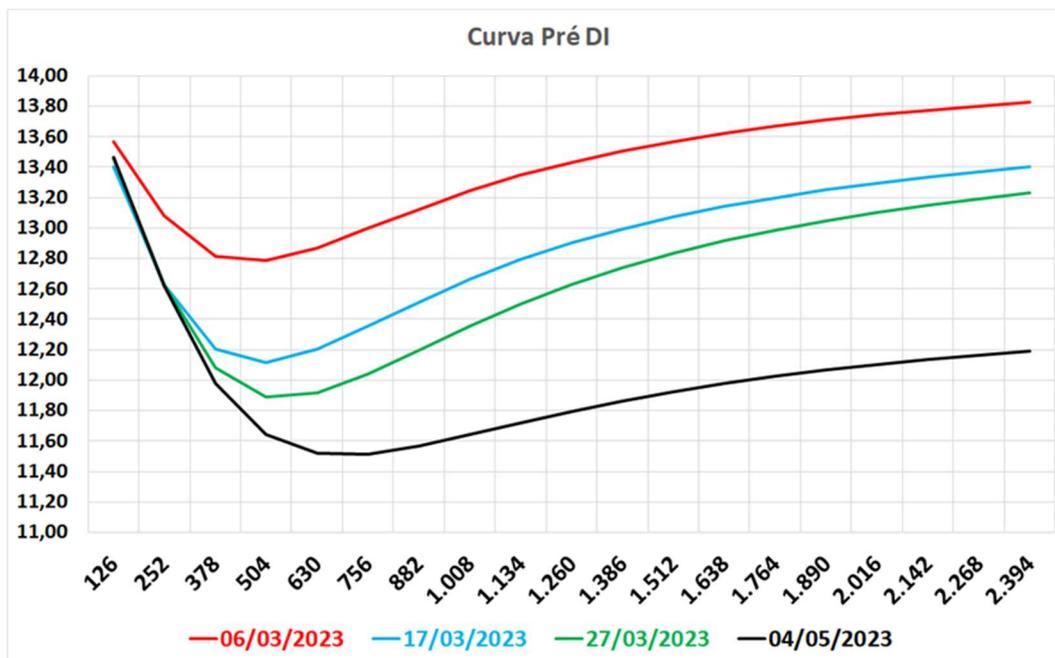
---

<sup>5</sup> Vários trabalhos indicam a forte ligação entre taxas reais de juros e variáveis fiscais. Por exemplo, (2011) Ilan Goldfajn e Aurelio Bicalho – A Longa Travessia para a Normalidade: os juros reais no Brasil – Textos para Discussão – TD02/2011 – Departamento de Pesquisa Macroeconômica – Itau Unibanco.; (2011) Gilmar Gonçalves Ferreira e Fabiano Silvio Colbano – Taxa de Juros Real de Equilíbrio Para o Brasil - Secretaria do Tesouro Nacional – TD 01/2011

<sup>6</sup> Entrevista do Ministro da Fazenda Fernando Haddad na Band News em 06/03/2023; Projeto de Lei Complementar PLP 93/2023, enviado ao Congresso Nacional em 18/04/2023

O **Gráfico 04**, apresenta a evolução das curvas de juros nominais desde data anterior ao anúncio do chamado arcabouço fiscal até início de maio.

**GRÁFICO 04**  
**Curvas de juros Pré - DI**

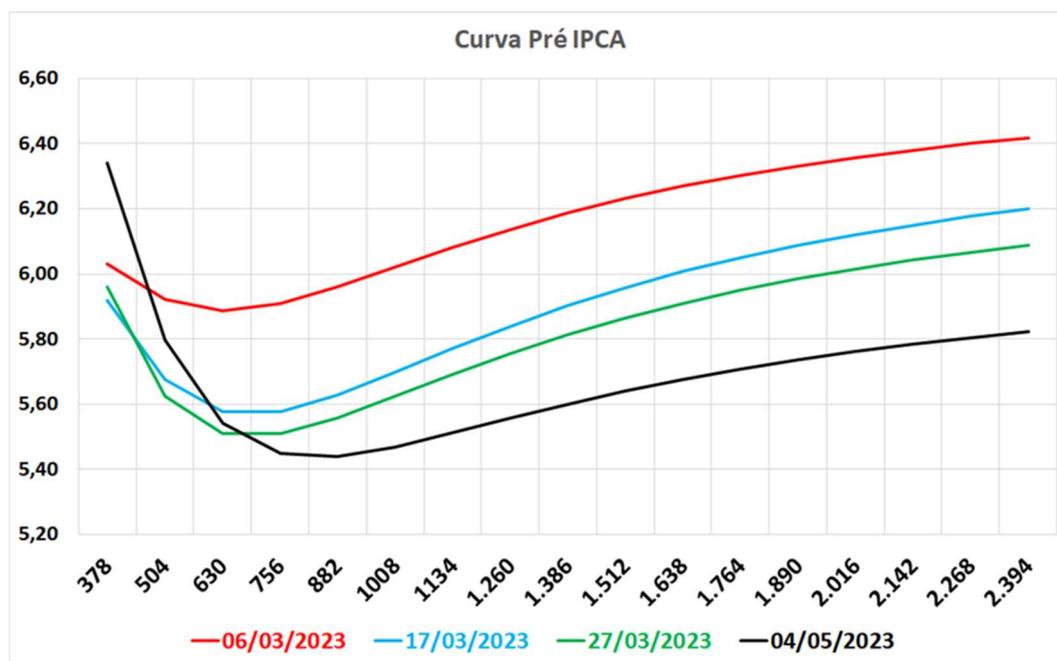


Fonte: Anbima - Elaboração CEMEC Fipe

Como se vê, a queda das taxas longas é especialmente significativa, apresentando redução de 1,6 pontos percentuais ou 160 pontos básicos, de 13,80%a.a. para 12,20% a.a. É importante registrar que essas quedas das curvas refletem basicamente a redução das curvas de taxas reais de juros, de vez que ocorrem num período em que as expectativas futuras de inflação apresentam até uma pequena alta<sup>7</sup>. O **Gráfico 05** mostra os deslocamentos das curvas de juros reais divulgadas pela Anbima.

<sup>7</sup> Por exemplo, as projeções da taxa de inflação do IPCA da pesquisa Focus do Bacen de 06/03/2023 eram de 5,90% para 2023 e 4,02% em 2024; na pesquisa de 05/05/2023 as taxas projetadas aumentaram para 6,02% em 2023 e 4,16% em 2024.

**GRÁFICO 05**  
**Curva de juros reais Pré**



Fonte: Anbima - Elaboração CEMEC Fipe.

A análise desses deslocamentos das curvas de juros sugere algumas observações relevantes:

- a. A taxa SELIC permaneceu constante em 13,75%a.a. em todo o período analisado mas as curvas de juros apresentam queda significativa, mostrando que as taxas longas não são determinadas diretamente pelo Banco Central, mas são influenciadas por outros fatores<sup>8</sup>;
- b. Uma hipótese razoável é que as quedas acentuadas das curvas de juros resultam da redução da percepção do risco fiscal, produto da mudança favorável das expectativas e projeções de crescimento da carga da dívida pública face ao

<sup>8</sup> Marcio Garcia e Renan Cardoso – O BC manda na curva de juros? Valor Econômico – 31/03/2023 – pg. A21 – Mostram baixa correlação entre a Selic e as taxas longas das NTN-F de 10 anos e LTN de 4 anos.

anúncio e posterior formalização de um arcabouço fiscal que estabelece limites ao crescimento da despesa e define metas de superávit primário;

- c. Se essa hipótese for correta, fica evidenciado que a criação de um arranjo institucional que sinalize a sustentabilidade de médio e longo prazo da dívida pública é condição importante para manter a expectativa de permanência de taxas de juros e custos de capital baixos no médio e longo prazo, uma condição necessária para o crescimento do investimento privado.
- d. Resta lembrar que, nessas condições, a redução das taxas reais de juros reduzirá também as despesas com o pagamento de juros da dívida pública, com impacto favorável no déficit nominal. .

Portanto, existem indicações de que o anúncio e posterior encaminhamento do projeto de lei complementar do novo marco fiscal ao Congresso tem sido um fator importante para reduzir a taxa de juros e o custo de capital, mesmo com a manutenção da taxa SELIC em 13,75%a.a. e cuja expectativa de queda no segundo semestre está contida nas projeções do mercado.

Embora não seja objeto desta Nota uma análise das oportunidades de investimento da economia brasileira é interessante lembrar que as áreas de infraestrutura e de energias renováveis apresentam grande demanda atual e potencial e poderiam mobilizar grande volume de investimento privado com força para liderar a aceleração do crescimento<sup>9</sup>. Além da garantia de respeito a contratos e de segurança jurídica, uma hipótese interessante, com elevado efeito de alavancagem do investimento público sobre o investimento privado<sup>10</sup> é a destinação de recursos visando a geração de um fluxo de

---

<sup>9</sup> ABDIB - Livro Azul das Infraestrutura (2022) compara o investimento atual de 1,71% do PIB com a necessidade de manutenção de investimentos de 4,31% do PIB anuais na próxima década.

<sup>10</sup> Em 2022 a estimativa é que os investimentos privados representam cerca de 2/3 dos investimentos totais em infraestrutura no Brasil. Fonte: Inter.B Consultoria – Carta de Infraestrutura - 06 de maio de 2022. .

projetos de boa qualidade de infraestrutura para acelerar as concessões ou a estruturação de PPPs.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Admitindo a hipótese de que o custo médio de um projeto executivo de infraestrutura seja da ordem de 3% do investimento, cada R\$ 1 milhão de gasto nesse projeto tem o potencial de gerar cerca de R\$ 33 milhões de investimento quando for executado. No caso de PPPs, o efeito de alavancagem é menor mas ainda significativo.

## 5. CONCLUSÕES

Os dados e análises apresentados nesta nota sugerem as seguintes conclusões:

- a. O investimento privado representa cerca de 90% da taxa de investimento total de 18,8% do PIB em 2021, enquanto que o investimento do governo central nesse ano representava 0,34% do PIB ou cerca de 2,4% do investimento total;
- b. Não obstante o aumento do investimento público federal seja desejável e necessário, a proposta de manter o investimento real da administração pública federal em R\$ 70 bilhões anuais ou cerca de 0,7% do PIB daqui por diante continuará representando uma parcela pequena do investimento total, com impacto modesto sobre o crescimento; o aumento do investimento privado, que responde por cerca de 90% do investimento total certamente será fator muito mais importante para acelerar o crescimento do PIB ;
- c. Dados de demonstrações financeiras das empresas abertas de 2022 indicam que o investimento privado apresenta alta elasticidade a variações do custo de capital, fazendo com que manutenção de taxas de juros baixas no horizonte do investimento seja fator importante para aumentar o crescimento do investimento privado; a simulação feita, usando o intervalo de taxas de custo médio ponderado do capital de 2010 a 2023, de 9,0%a.a. até 16,5%a.a. mostra que a redução de 7,5 p.p. desse custo aumenta em 76% o número de empresas abertas com taxas de retorno superiores ao custo de capital, de 153 para 270 empresas, na amostra de 450 empresas abertas; a redução de 1p.p. do custo médio ponderado de capital aumentaria em cerca de 10p.p. o número de empresas com condições favoráveis para investir.
- d. Desde fins de 2022 e até o anúncio do novo marco fiscal , as curvas de juros apresentaram aumento considerável, que os economistas e analistas tem atribuído à percepção de aumento do risco fiscal, face à sinalização do uso do aumento do gasto público para acelerar o crescimento; a acentuada queda das curvas de juros a partir de março, desde o anúncio e depois com o envio do PLC ao Congresso, num período de permanência da SELIC em 13,5%, mostra

o papel fundamental da expectativa de equilíbrio fiscal e controle da dívida pública para sustentar expectativas de manutenção de taxas reais baixas;

A principal conclusão é que a sustentação de expectativas de permanência de políticas de equilíbrio fiscal com base em arranjos institucionais confiáveis é condição fundamental para manter o custo de capital em níveis baixos, aumentar o investimento privado e acelerar o crescimento. Por outro lado, nas atuais circunstâncias das contas e da dívida pública, a adoção de políticas de aumento dos gastos públicos financiados por aumento de dívida visando acelerar o crescimento tem o risco de aumentar as taxas longas de juros e o custo de capital, reduzir o investimento privado e o próprio crescimento da economia brasileira.

## 6. EQUIPE TÉCNICA

Coordenador: Carlos Antonio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas:

Fernando M. Fumagalli

Marly Paes

Estagiário:

Guilherme Casaca Valdivia

Dúvidas e Comentários:

[cemec@fipec.org.br](mailto:cemec@fipec.org.br)

\*As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais ou da Fipec. Este Relatório utiliza dados das fontes citadas disponíveis até a data de sua elaboração, que podem estar sujeitos a alterações posteriores. O Cemec não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões e de compra ou venda ou qualquer transação de ativos financeiros, ou outras que possam causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

\*\* A publicação foi produzida com as informações existentes em abril de 2023.