

INOVAÇÃO

DETERMINANTES DO INVESTIMENTO PRIVADO NO BRASIL: UM NOVO CONTEXTO CAPACITANTE PARA O CASH MANAGEMENT

Carlos Alberto Arruda de Oliveira, Hugo Ferreira Braga Tadeu e Jersone Tasso Moreira Silva

INTRODUÇÃO

A volatilidade no ambiente econômico, bem como na gestão das empresas vem provocando uma necessidade de mudanças graduais e responsabilidades no *Cash Management* (CM). Bort (2004) argumenta que o CM está relacionado a questões burocráticas e administrativas. No entanto, o comportamento econômico e as constantes recessões dos últimos anos vêm favorecendo a criação de um novo modelo relacionado à obtenção de fundos e para estimular o crescimento das organizações. Nesse caso, compete às instituições bancárias um entendimento aprofundado da economia e sua dinâmica, para a inserção setorial de produtos financeiros, algo distante da realidade dessas instituições no momento. Recentes avanços nos modelos de tecnologia da informação e a urgência por novos instrumentos financeiros, mais próximos da realidade das empresas, vêm favorecendo o desenvolvimento do CM estratégico (FERNANDEZ, 2001).

Segundo Iturralde, Maseda e San José (2008), a literatura sugere que a terminologia de CM traz várias considerações associadas com o gerenciamento de fluxo financeiro de curto prazo, como o gerenciamento de liquidez, o bancário, o de déficits e superávits, dentre outros. Contudo, o conceito dever ser visto de forma ampla, como será exposto ao longo deste artigo.

Relacionar o CM ao desempenho econômico é algo novo, ainda mais com a busca por avaliações setoriais

voltadas para a correta indicação de produtos financeiros às empresas de médio porte. Encargos básicos, como minimizar o risco financeiro, os custos operacionais e maximizar o retorno de caixa, devem ser uma das responsabilidades do CM, segundo López (2003), sendo o oposto aos modelos operacionais da atualidade, cujo foco ainda permanece relacionado às avaliações de fluxo de caixa, liquidez, gestão bancária, análises de riscos, capacidade de pagamento e tecnologia de informação associada.

Para tanto, o CM deve ser um departamento nas instituições bancárias com ampla responsabilidade e conectado com outras áreas, gerando benefícios para os clientes, como mostra a FIG. 1.



Figura 1: Gestão estratégica para o *Cash Management*
Fonte: ITURRALDE; MASEDA; SAN JOSE, 2008.
Adaptação.

Os aspectos básicos para o novo CM se fazem necessários através de uma nova visão econômica, com o planejamento de longo prazo se fazendo necessário, mas essencialmente segundo a cultura de gestão e dos benefícios percebidos, segundo Parker (2000).

De acordo com San José, Iturralde, Maseda (2008), é importante prover as instituições bancárias de uma visão de CM com evidências empíricas, utilizando-se, para isso, modelos de simulação. Os autores utilizaram esses modelos para avaliar os fatores associados ao CM e o gerenciamento financeiro.

Diversos estudos apontam a necessidade de desenvolvimento de modelos de simulação, com a utilização de dados confiáveis, e de um aprofundamento sobre as determinantes do investimento privado no Brasil, especialmente para o período da vigência do Plano Real até a data recente. Somente se torna possível a simulação em função dos avanços recentes desses modelos e dos fundamentos macroeconômicos nacionais. Como resultado, tem-se uma combinação interessante de dados, modelos de simulação e análises para a tomada de decisão.

Nos últimos anos, diversas organizações vêm se esforçando para aplicar os modelos de simulação em seus negócios, porém sem o foco voltado para a avaliação econômica e setorial como um novo contexto capacitante para o CM.

Em alguns casos, para realizar estimativas de longo prazo, são utilizadas as técnicas da simulação de Monte Carlo, em função de um grande número de variáveis de decisão e do risco associado às decisões. Esse é um procedimento relevante para realizar comparações em relação a períodos passados e de instabilidade para o investimento. Destaca-se também a possibilidade de se incorporarem os resultados da simulação de Monte Carlo às decisões estratégicas, bem como análises qualitativas realizadas, para a estimativa de variáveis confiáveis.

Alguns questionamentos podem ser levantados pelos gestores das instituições bancárias. Considerando-se o modelo novo *Cash Management*, tem-se:

- I. Quais são os principais direcionadores para avaliar a economia nacional?
- II. Quais os principais fatores considerados para a realização de investimentos?
- III. Qual o novo contexto capacitante para o *cash management* em função dos itens I e II?

Tais respostas podem ser obtidas com o entendimento correto da economia, assim como no uso de ferramentas adequadas que auxiliam no processo de tomada de decisão.

VISÃO GERAL DO MODELO

O modelo de simulação proposto está direcionado para empresas de médio porte, dado o amplo conhecimento das instituições bancárias para as grandes corporações. Ele combina a utilização de uma série de dados associados ao desempenho econômico, observando o comportamento das empresas, aspectos produtivos e crescimento.

Usualmente conhecido como *Cash Management* – CM –, esse departamento é o responsável pela alocação de recursos para empresas com dificuldades financeiras, sendo proposta uma nova abordagem conceitual para as suas funções.

Nas seções a seguir, são descritos os modelos relacionados ao CM e as equações de curto e longo prazo para o investimento privado na economia brasileira.

MODELO DE SIMULAÇÃO

A presente seção mostra a importância da avaliação econômica para a gestão das empresas no que se refere ao CM. O modelo de simulação em questão tem por objetivo testar a hipótese de que as séries de investimentos privado e governamental, PIB, taxas de juros e de inflação, dentre outras, são integradas, permitindo assim modelar o comportamento de longo prazo do investimento privado. O modelo de simulação é uma ferramenta para se tentar, por exemplo, identificar se há um papel inibidor dos investimentos privados desempenhado pela instabilidade macroeconômica e pelos investimentos governamentais.

É amplamente reconhecido o papel fundamental da formação de capital no crescimento econômico sustentável. No Brasil e em diversos países em desenvolvimento, entretanto, a taxa de investimento reduziu-se até meados dos anos 1990, fato resultante principalmente da crise do endividamento externo e do descontrole inflacionário. A formação bruta de capital fixo em relação ao PIB brasileiro, medida a preços constantes, caiu de uma média de 23,3%, nos anos 1970, para 18,5%, nos anos 1980, e 15,2%, no período 1990-1995 (IPEA, 2011).

Para o ano de 1998, a economia brasileira sentiu os impactos da chamada crise da Ásia e, em 2008, ocorreu a grande crise financeira internacional. A FIG. 2 mostra a evolução do PIB no período compreendido entre 1985 e 2011, em função da gestão governamental. Devido ao

desaquecimento do PIB em 2011, é possível esperar mais medidas fiscais por parte do governo para tentar estimular o nível de atividade, especialmente relacionadas ao avanço do crédito nessa conjuntura doméstica em 2012.

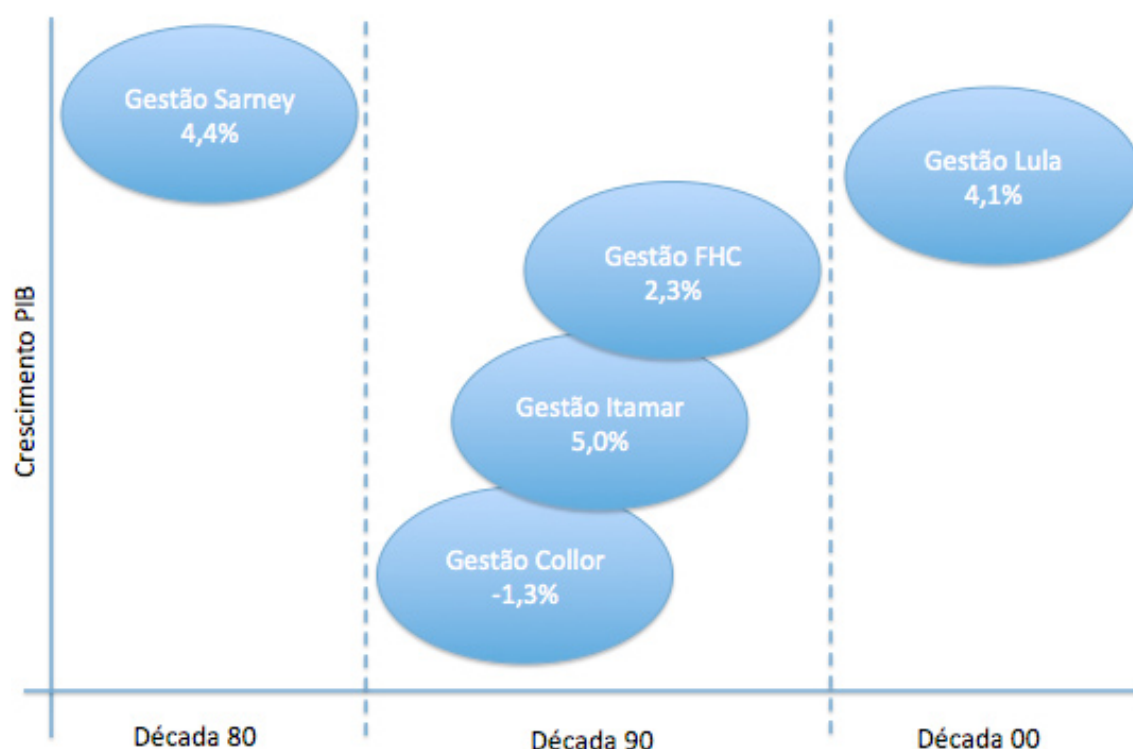


Figura 2: Evolução do PIB
Fonte: IPEA, 2011. Adaptação.

O estudo do comportamento do investimento especificamente do setor privado advém do fato de ser essa uma variável tipicamente endógena e da consideração de que a adoção de reformas econômicas orientadas para o mercado conduzirá ao aumento da importância relativa dos investimentos privados na formação de capital agregado. Dimensões particularmente relevantes do problema são a mensuração do efeito da instabilidade macroeconômica sobre o nível de investimento do setor privado e a determinação do tipo de relacionamento existente entre o investimento público e o investimento privado.

Para explicar o investimento privado, foram escolhidos como dados: o PIB, a utilização de capacidade industrial, os investimentos públicos em infraestrutura, os investimentos públicos nas demais áreas que não infraestrutura, o juro real, o preço relativo dos bens de capital, a inflação, uma *proxy* para disponibilidade de crédito e a carga tributária, respeitando-se diversos estudos recentes conduzidos por escolas como Stanford, Ohio University, PUC Rio e Fundação Dom Cabral.

O PIB e a utilização de capacidade industrial são dados comumente usados em especificações de

equações para investimento em nível, dado que refletem as condições de demanda da economia e que são usadas para captar o efeito acelerador do investimento e de possíveis ciclos econômicos. Economias tipicamente pró-cíclicas, como são as economias em países em desenvolvimento, tendem a apresentar forte correlação entre os investimentos privados e as variáveis de demanda.

Para medir os impactos dos investimentos públicos sobre os investimentos privados, utilizam-se os investimentos públicos de forma desagregada, separando-os entre investimentos públicos em infraestrutura e aqueles que não são em infraestrutura. Consideram-se como investimentos públicos em infraestrutura aqueles feitos em energia elétrica, telecomunicações e transportes. Todos os demais investimentos públicos são considerados como não infraestrutura. É fundamental verificar se há evidência empírica do efeito teórico *crowding-in* dos investimentos públicos em infraestrutura sobre os investimentos privados no Brasil e se, de modo contrário, ocorre o esperado efeito *crowding-out*.

O possível efeito *crowding-in* do investimento público em infraestrutura sobre o investimento privado é teoricamente

explicado pelo fato de que tais investimentos aumentam a produtividade do capital a ser futuramente investido e poupam aos investidores privados investimentos adicionais que outrora eles obrigatoriamente teriam que fazer nessas áreas. Já o *crowding-out* dos investimentos públicos que não são em infraestrutura sobre os investimentos privados é teoricamente explicado pela competição entre eles por recursos escassos disponíveis para investimento.

A variável frequentemente utilizada para explicar investimentos privados é o juro real, primeira *proxy* teórica do custo de oportunidade do capital. Isso justifica a sua escolha como variável pré-candidata para compor a forma funcional final.

O preço relativo dos bens de capital também é uma variável fundamental nas decisões de investimento, por afetar diretamente o custo de oportunidade do capital. Ele pode capturar efeitos de pouca concorrência na indústria de bens de capital que resultem em um aumento dos preços desses bens acima do aumento de preços do restante da economia, o que geraria impacto negativo nos investimentos.

A inflação é uma variável tipicamente usada como *proxy* de incertezas em economias de países em desenvolvimento. Essa variável foi incluída no estudo de Rodrigues Júnior (1998) para capturar o impacto sobre os investimentos da estabilidade macroeconômica do Brasil.

Uma variável *proxy* para a disponibilidade de crédito na economia também costuma ser utilizada em estudos sobre investimentos, especialmente em países em desenvolvimento, onde o acesso ao crédito de muitos agentes é limitado. A obtenção ou não da concessão de crédito é, em muitos projetos, um ponto-chave para que o mesmo possa efetivamente ser levado à frente ou não. Dessa forma, o nível de escassez de crédito deve também estar considerado através de alguma medida como variável ao estudo. Neste artigo, considera-se o volume de desembolsos anuais do BNDES como *proxy* no Brasil da disponibilidade de crédito.

A carga tributária total (em percentagem do PIB) deve ser usada como possível variável explicativa de investimentos privados. Poucos trabalhos empíricos a utilizam, mas é possível que ela seja relevante no caso brasileiro, principalmente nos últimos anos, em que a carga tributária cresceu de forma significativa. A motivação para o uso dessa variável se dá em função

da declaração, por parte dos agentes econômicos dos setores público e privado, de que o peso excessivo da carga tributária brasileira é um dos principais motivos para desestimular os investimentos privados.

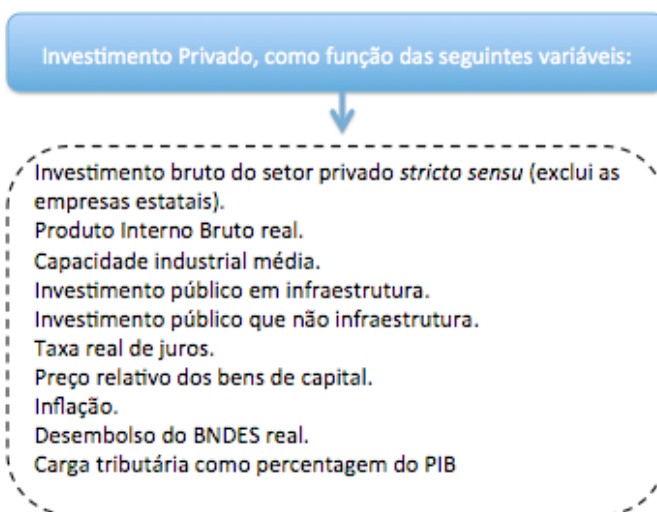


Figura 3: Modelo Genérico
Fonte: Elaborado pelos autores.

A partir da FIG. 3, estima-se que o investimento privado apresenta ou não um crescimento, de acordo com as variáveis explicativas apresentadas.

Espera-se que o aumento do PIB gere um aumento dos investimentos privados, pois mais produção requer mais investimento. O efeito da taxa de juros é negativo e reflete o impacto adverso do custo de utilização do capital sobre as decisões de investir. Utilizada como *proxy* da incerteza e instabilidade, espera-se que a elevação da taxa de inflação deprima os investimentos do setor privado; a hipótese implícita aqui é de que a instabilidade aumenta o preço da espera por nova informação e aumenta o risco empresarial.

A relação entre as variáveis investimento privado e investimento público é ambígua, porque pode predominar tanto o *crowding-in* como o *crowding-out* entre as duas formas de investimento. Dessa forma, argumenta-se, existe a necessidade de um novo posicionamento para o *Cash Management*, outrora um departamento operacional e focado em gestão de caixa, como um novo modelo estratégico e inovador, com uma nova visão da economia e inserção de novos produtos financeiros de acordo com as demandas empresariais, em destaque as médias empresas.

CONCLUSÃO

O objetivo deste artigo é a elaboração de um modelo de simulação econométrica, com foco em investimentos privados para as médias empresas, em função das reais possibilidades de crescimento econômico para os próximos anos. A análise da literatura sobre o tema concluiu que esse tipo de estudo não vem sendo realizado pelo setor financeiro, com foco somente nas grandes empresas e na gestão de caixa.

As análises realizadas não identificaram também estudos que conduzam a modelos econométricos e que indiquem o desempenho setorial, ainda mais para o setor financeiro e a inserção de produtos ou serviços. Em função dessas análises, torna-se fundamental que o levantamento de dados seja realizado, para a simulação prática dos modelos propostos.

Conclui-se que os determinantes para o investimento privado no Brasil, além de estarem associados ao desempenho econômico, dependem do comportamento setorial. Partindo dessa perspectiva, percebe-se que novos estudos precisam ser desenvolvidos para a compreensão dos segmentos mais representativos para a economia nacional e a busca por inovações financeiras.

REFERÊNCIAS

BORT, R. *Corporate cash management handbook*. New York: Warren Gorham and Lamont, RIA Group, 2004.

FERNANDEZ, A. Las nuevas tecnologías: una herramienta de gestión financiera. *Actualidad Financiera*, v. 10, n. 6, p. 35-51, Oct. 2001.

ITURRALDE, T.; MASEDA, A.; SAN JOSÉ, L. The cash management routines: evidence from Spain case. *Frontiers in Finance and Economics*, 2008.

LÓPEZ, F. J. *Manual de cash management*. Cómo obtener beneficios manejando mejor su dinero. 4. ed. Bilbao: Deusto, 2003.

PEREIRA, R. Investment and uncertainty in quadratic adjustment cost model: Evidence from Brazil. Texto para discussão n. 663. IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 1999. p. 1-29. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_605.pdf>. Acesso em: 13 fev. 2012.