

RETOMADA RECENTE DO INVESTIMENTO DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL E OS DESAFIOS DO PADRÃO DE FINANCIAMENTO

Resumo

Este texto analisa um movimento de retomada do investimento público nos últimos anos e que foi puxado fortemente por grandes projetos de infraestrutura econômica. O cenário mais provável é que os investimentos públicos, bem como aqueles investimentos que ocorrem de maneira indireta em associações com as empresas privadas, irão acelerar-se nos próximos anos, revigorando a presença do setor público nas áreas de infraestrutura. Contudo, este cenário se torna mais incerto no longo prazo diante da ausência de garantias pela política fiscal de que a expansão dos investimentos públicos será sustentada e das dificuldades relativas ao financiamento do investimento. Sob as atuais condições, há uma ameaça concreta que a expansão do investimento encontre restrições por parte da inexistência de fontes de recursos adequadas e que seu padrão de financiamento ocorra de maneira indesejável pela acumulação de passivos de curto prazo e elevada remuneração.

Abstract

This article analysis the recent growth on public investments in Brazil. The analysis shows the influence of infrastructure projects on public investment and that the growth prospects remain favorable in the near future. This perspective is related to both direct public investment and indirectly investments through partnerships with private enterprises. Although the prospects are uncertain on the long term because of several restrictions. These restrictions are related to the fiscal policy and the lack of an appropriate funding for long term investment in Brazil.

Área: História Econômica e Economia Brasileira

Sub-área: Economia Brasileira Contemporânea

Submissão: Comunicações

Autor: Rodrigo Octávio Orair

Filiação institucional: Técnico de Planejamento e Pesquisa do IPEA

1 Introdução

Este texto analisa o movimento de expansão dos investimentos do setor público brasileiro no período recente, após atingir patamares muito baixos nos primeiros anos do século XXI, e explora alguns dos desafios relacionados ao seu financiamento. Como será mostrado mais adiante, a retomada recente da taxa de investimentos do setor público está fortemente relacionada a um conjunto de projetos de grande porte e a um movimento mais geral de expansão da taxa de investimento da economia brasileira, sobretudo nos setores de infraestrutura (incluindo o setor de petróleo e gás).

É possível identificar um ciclo robusto de investimentos na economia brasileira desde 2003 e que, no período mais recente, vem sendo impulsionado pelo setor de infraestrutura. Segundo BNDES (2010), a expansão dos investimentos teve início nos setores de petróleo e gás e de mineração nos anos de 2003 a 2005, beneficiado pelo aumento nos preços do petróleo e das *commodities* metálicas no mercado internacional. Na sequência, determinados segmentos da indústria de transformação reagiram, com destaque para insumos básicos intensivos em capital, como siderurgia e celulose, ainda tendo como determinante principal a demanda externa. É somente nos anos seguintes que os outros setores da economia foram incorporados e o crescimento econômico passou a ser acompanhado pela expansão do mercado interno.

Desde então, são destacados tanto a expansão de setores como os de bens de consumo durável, sobretudo veículos automotores, quanto os investimentos em infraestrutura, com grandes projetos em geração de energia elétrica, ferrovias e rodovias. A consequência mais imediata é que a formação bruta de capital fixo (FBCF) da economia brasileira vem crescendo acima do PIB desde 2004, com breve oscilação conjuntural durante o período da crise internacional, quando saiu do patamar próximo a 14% do PIB em 2003 para 18% em 2011 e, segundo os cenários traçados pelo BNDES, deverá superar 22% do PIB no ano de 2014. Em termos setoriais, o mapeamento dos investimentos do BNDES (2011) mostram que as maiores contribuições para a expansão do investimento nestes próximos anos virão dos setores de infraestrutura (62%) – incluindo petróleo e gás – e, secundariamente, de edificações (26%).

É claro que o nível da taxa de investimento da economia brasileira ainda é reduzido para os padrões internacionais, que o seu crescimento ocorreu sobre um patamar muito baixo e que os novos investimentos dificilmente serão suficientes para suprir as carências da precária infraestrutura econômica brasileira. Mas não se pode negar que o movimento recente de expansão dos investimentos é expressivo e de grande relevância para as perspectivas de desenvolvimento econômico do país.

O objetivo deste texto é contribuir com análises e reflexões sobre o papel dos investimentos públicos, notavelmente os de infraestrutura econômica, neste movimento mais geral de expansão da taxa de investimentos na economia brasileira. Para tanto, foi necessário empreender um enorme esforço de pesquisa para estimar as informações relevantes e organizar as bases de dados primárias advindas dos sistemas de informação e relatórios da contabilidade pública, devido à lacuna informacional criada pela extinção da publicação Finanças Públicas do Brasil pelo IBGE no ano de 2003. Procurou-se também realizar uma análise qualitativa que identifica os principais projetos em curso e o cenário dos investimentos públicos para os próximos anos.

Antes de entrar no texto propriamente dito, cabe tecer previamente algumas considerações metodológicas. Primeiramente, as séries dos investimentos públicos que serão apresentadas ao longo deste trabalho foram construídas a partir de procedimentos desenvolvidos para aproximar as informações da contabilidade pública ao conceito de formação bruta de capital fixo (FBCF) das contas nacionais.¹ Como discutido em Orair (2011), é crucial reconhecer que os padrões contábeis que subsidiam os demonstrativos fiscais no Brasil atualmente não se encontram harmonizados com os demais sistemas estatísticos macroeconômicos e a utilização de estatísticas fiscais não necessariamente compatíveis está sujeita a problemas conceituais e empíricos que em muitos casos podem comprometer os resultados das análises. Procurou-se, assim, minimizar estes problemas ao adotar os procedimentos de estimação descritos em Santos e outros (2011).

Em segundo lugar, deve-se reconhecer que o conceito tradicional de administração pública (APU) das contas nacionais se assemelha ao conceito de governo geral da contabilidade pública (GG) e não é o mais adequado para se realizar análises sobre a política fiscal e o impacto das despesas públicas. Para estas finalidades, o conceito mais apropriado é o de setor público consolidado, que inclui o governo geral e as empresas públicas (financeiras e não financeiras) controladas pelo governo que podem conduzir a política fiscal de diversas formas, conforme estabelecido nas recomendações do manual do Fundo Monetário Internacional (GFSM, 2000, p.8). Sendo assim, com intuito de mostrar de maneira mais aproximada o poder de fogo do investimento público, o presente trabalho optou por incluir na análise os investimentos das empresas estatais federais. As empresas estatais dos governos subnacionais não foram incluídas por indisponibilidade de informações.

Outra consideração metodológica diz respeito à inexistência de um conceito estabelecido e

¹ Mais detalhes em Gobetti (2006) e Santos e outros (2011).

amplamente aceito de infraestrutura econômica.² Este trabalho segue o conceito de IPEA (2010, p. 7), que desagrega a infraestrutura em duas linhas de estudo: *i*) a infraestrutura social e urbana, cujo foco prioritário é o suporte aos cidadãos e seus domicílios, constituída por habitação, saneamento e transporte urbano; e *ii*) a infraestrutura econômica, cuja função precípua é dar apoio às atividades do setor produtivo, englobando os setores de rodovias, ferrovias, portos, aeroportos, energia elétrica, petróleo e gás natural, biocombustíveis e telecomunicações. O esforço de estimação realizado neste trabalho foi o de classificar as despesas de investimentos da maneira mais aproximada possível a estes conceitos, a partir das bases primárias da contabilidade pública do governo federal. Além disto, foram incluídas as despesas de investimentos das empresas estatais federais que atuam no setor de petróleo e gás, energia elétrica e transportes.³ Infelizmente, não foi possível contar com as informações com o grau de abertura exigido e incluir na análise os investimentos de infraestrutura dos governos subnacionais.

Deste modo, as informações de investimentos públicos que serão apresentadas ao longo do trabalho se basearão em distintos conceitos, conforme a disponibilidade de informações: *i*) administração pública (APU) que inclui os investimentos do governo federal (GF), governo estadual (GE) e governo municipal (GM); *ii*) empresas públicas financeiras e não financeiras controladas pelo governo federal (EPU), que inclui somente os investimentos realizados por estas empresas e não aqueles realizados por empresas privadas com financiamento público; e *iii*) investimentos da União que incluem as despesas realizadas diretamente pelo governo federal (GF) e suas transferências de capital que financiam os investimentos dos governos subnacionais. A opção por apresentar as informações dos investimentos da União é que, devido ao grau de detalhamento que não está disponível nas informações dos governos subnacionais, permitem classificar os investimentos relacionados com a infraestrutura.

O trabalho está organizado em quatro seções. A próxima seção apresenta a evolução da taxa de investimento público na economia brasileira e analisa suas relações com a infraestrutura econômica. A seção seguinte faz algumas considerações sobre a presença do setor público na infraestrutura econômica e os novos arranjos patrimoniais que estão prevalecendo neste setor, nos quais a influência do setor público tem se realizado cada vez mais na esfera da propriedade e menos na esfera da gestão. Por fim, são analisadas as restrições ao financiamento do investimento público,

² Ver o primeiro capítulo de IPEA (2010) para uma discussão mais detalhada.

³ Os resultados são aproximações dos montantes de investimento público pelas diferentes classificações. A metodologia utilizada e as dificuldades de contabilização estão descritas no apêndice de Orair e Gobetti (2010).

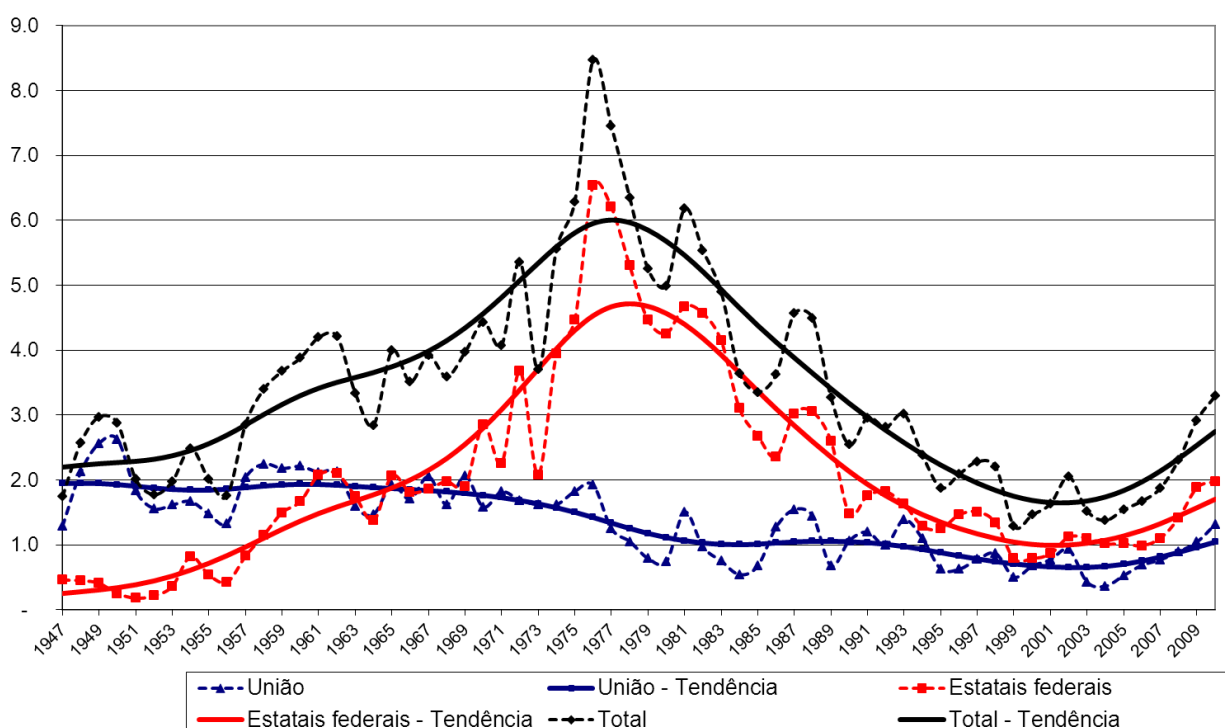
tanto da perspectiva do regime fiscal quanto do mercado de financiamento de longo prazo.

2 Investimento do Setor Público na Economia Brasileira: auge, declínio e retomada recente

2.1. Investimentos do Setor Público sob uma perspectiva histórica

A trajetória da taxa do investimento público na economia brasileira do pós-Guerra se caracterizou por um longo ciclo de auge e declínio, após ter atingido seu patamar histórico mais baixo nos primeiros anos do século XXI, e nova inflexão no período recente, ilustrada no gráfico 1. Sob uma perspectiva histórica, é possível relacionar o ciclo de ascensão e queda do investimento público com o modelo de desenvolvimento da economia brasileira e o seu padrão de intervenção estatal subjacente, seguindo Orair e Gobetti (2010).

GRÁFICO 1
Investimentos públicos federais de 1947 a 2010 - Em % do PIB



Fonte: Dados atualizados de Orair e Gobetti (2010b).

Obs.: As tendências foram extraídas pela aplicação do filtro Hodrick-Prescott.

Deve-se, assim, diferenciar o período de ascensão do modelo de desenvolvimento sob o Estado intervencionista (1930-1979) – que gerou expansão da taxa de investimento público federal –, com a fase de declínio deste modelo, na qual se observou a tendência de queda progressiva da

taxa de investimento público federal. No primeiro período, o investimento público tinha a função de promover a transformação estrutural e o crescimento econômico, mediante ampliação considerável do escopo de ação do setor produtivo estatal. Este partiu de atividades tradicionais de infraestrutura econômica e de oferta de insumos básicos, até atingir setores produtivos mais complexos, como a indústria aeronáutica.

No período seguinte foram colocados inúmeros constrangimentos orçamentários ao investimento público – em um quadro de desarticulação do padrão de financiamento do setor público, crise das suas finanças e reorientação da política econômica; e, posteriormente, foi implementada uma estratégia de desestatização da economia, através do desmonte do aparato do Estado desenvolvimentista – que dera suporte à expansão dos investimentos públicos no período anterior – e a transferência da responsabilidade de parte considerável dos investimentos para a iniciativa privada.

O avanço do processo de desestatização – privatização, concessão e terceirização – no Brasil, na década de 1990, foi amplo e rápido, alcançando até mesmo segmentos importantes da infraestrutura econômica, mas ficou em grande medida restrito aos segmentos mais atraentes – notavelmente os serviços de telecomunicações (totalmente privatizados), a área de distribuição de energia elétrica e a administração de terminais portuários, ferrovias e rodovias com fluxo elevado tráfego veículos –, tendo encontrado um série de obstáculos nos demais. Em contrapartida a este processo, o investimento público passou a se concentrar nos demais segmentos da infraestrutura, seja de maneira isolada ou de maneira conjunta em articulações remodeladas entre capital público e privado, nas quais a empresa estatal desempenha papel proeminente – a exemplo dos setores de petróleo e gás natural e da oferta de energia elétrica –, bem como nas obras complementares e de expansão da infraestrutura de transportes (expansão da malha, integração intermodais, etc.) e na maior parte da infraestrutura de transportes caracterizada por elevado risco e baixa rentabilidade.⁴ O que é importante ressaltar é que, mais do que uma mera transferência de responsabilidades à iniciativa privada, houve reconcentração setorial e uma reconfiguração das articulações entre investimento público e investimento privado após as reformas liberalizantes promovidas desde a década de 1990 (Orair e Gobetti, 2010).

Não se deseja analisar atentamente a trajetória do investimento público e de infraestrutura na

⁴ Como será mostrado na próxima seção, cerca de metade dos investimentos públicos federais atualmente é realizada pelas empresas do Grupo Petrobrás e concentradas no setor de petróleo e gás. Após excluir a Petrobrás ainda há uma elevada concentração em infraestrutura econômica, já que os investimentos da União em infraestrutura de transportes e das empresas estatais federais que atuam nas áreas de transporte e energia elétrica representam 40% dos investimentos restantes.

economia brasileira, o que já foi feito em Bielschowsky (2002). Para os objetivos mais imediatos, deve-se apenas enfatizar que existem evidências de uma relação positiva entre a taxa de investimento público e o crescimento da economia brasileira, que se manteve nas fases de expansão e declínio da taxa de investimento público federal e mesmo na retomada recente. A expansão da taxa de investimento público durante a ascensão do modelo desenvolvimentista guarda forte correlação com o elevado dinamismo econômico do período. Neste momento, a economia brasileira cresceu à segunda maior taxa média anual do mundo, contribuindo de maneira importante para a constituição de uma infraestrutura relativamente complexa e integrada de transportes, energia e telecomunicações.⁵ Na fase de declínio deste modelo de desenvolvimento, o avanço do setor privado não se refletiu em aumento dos investimentos em infraestrutura adequado para compensar a queda nos gastos do setor público. Mostrando-se incapaz de se alocar os recursos na manutenção e expansão da infraestrutura do país, recolocando gargalos ao crescimento, prejudicando a competitividade sistêmica e favorecendo o fraco crescimento econômico do período.⁶

É possível, deste modo, relacionar o ciclo histórico de ascensão e queda do investimento público com o ciclo do modelo de desenvolvimento da economia brasileira sob o Estado intervencionista, seguindo Orair e Gobetti (2010b). Sob esta perspectiva, o que se pode afirmar em relação aos indícios de inflexão da taxa de investimentos do setor público no período recente? Estaria se configurando uma nova trajetória de crescimento consistente dos investimentos públicos? Qual o papel dessa trajetória para o modelo de desenvolvimento econômico do país?

2.2. Retomada recente do Investimento Público na Economia Brasileira

Pouca atenção tem sido dedicada às evidências de nova inflexão da trajetória da taxa de investimento público no período mais recente que pode ser visualizada de maneira mais precisa na tabela 1 e no gráfico 2.⁷ Como mostrado no gráfico 2, o total dos investimentos da administração

⁵ Mas não se deve deixar de ressaltar que o mesmo modelo deu suporte a um padrão de industrialização anômalo, com elevado peso dos bens de consumo duráveis na estrutura produtiva e alto grau de desigualdade na distribuição de renda. Assim, as características estruturais do subdesenvolvimento foram mantidas, como a exclusão social, ausência de núcleos endógenos de geração de progresso técnico e vulnerabilidade externa – características que persistem até os dias atuais.

⁶ Essas afirmações são corroboradas pelos resultados da aplicação de um procedimento econométrico que permite identificar uma relação de longo prazo positiva e estável entre o investimento público federal e o agregado dos demais componentes do PIB, seguindo abordagens semelhantes utilizadas nos trabalhos de Candido Júnior (2006) e Ferreira (1996). O modelo vetorial de correção de erros foi estimado com as séries históricas do investimento público federal no período de 1947 a 2010 e o agregado dos demais componentes do PIB, obtido por resíduo. O parâmetro estimado no vetor de longo prazo foi de 0,657 – que pode ser interpretado como a elasticidade investimento-PIB –, um pouco superior ao valor 0,583 encontrado por Candido Júnior (2006).

⁷ Com intuito de separar o efeito das privatizações no período 1995-1999, a série das empresas públicas federais

pública (APU) e das empresas estatais federais quase cresceu progressivamente, ao sair de algo próximo a 2,5% do PIB em 2004 para alcançar 4,7% do PIB no final de 2010, mas que foi interrompido com a forte queda ocorrida no ano de 2011.⁸ O atual patamar dos investimentos do setor público é o mais elevado no período Pós-Real, ainda que esteja abaixo dos níveis da década de 1980. A tabela 1 relaciona a expansão dos investimentos públicos com a aceleração do crescimento econômico. Os números da tabela sugerem uma distinção do período de 1995 a 2004, no qual o investimento público cresceu abaixo do PIB, em relação ao período de 2004 a 2010, quando esta relação se inverteu e coincidiu com uma elevação da taxa de crescimento do PIB.

TABELA 1.

Taxa de crescimento: PIB, FBCF e Investimentos públicos - % ao ano (a.a.)

	1995-2004	2004-2010
Taxa nominal de crescimento (% a.a.)		
PIB	11,9%	11,7%
FBCF	10,3%	15,3%
Investimentos públicos		
Administração Pública	9,1%	22,1%
União	5,2%	37,9%
Empresas estatais federais (s/ privatizações)	18,1%	24,3%
Administração pública + Empresas estatais federais (s/ privatizações)	11,8%	22,9%
Taxa real de crescimento (% a.a.)		
PIB	2,3%	4,2%
FBCF	0,6%	8,9%
Investimentos		
Administração Pública	-0,5%	14,0%
União	-4,2%	29,0%
Empresas estatais federais (s/ privatizações)	7,6%	16,2%
Administração pública + Empresas estatais federais (s/ privatizações)	1,9%	14,9%

Fonte: Elaboração própria com as bases descritas no rodapé do gráfico 2.

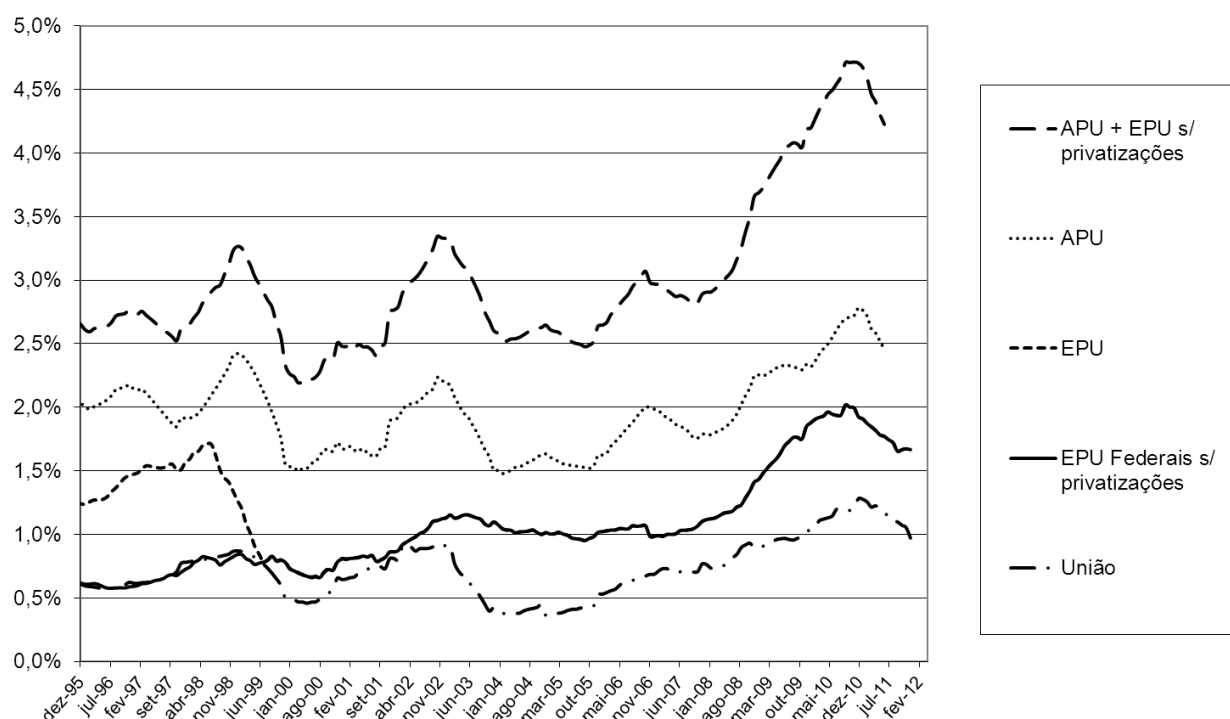
Nota: Os valores dos investimentos foram deflacionados pelo INCC.

(EPU) apresenta um ajuste pela exclusão dos investimentos das empresas que deixaram de fazer parte do setor público estatal, com destaque para a Companhia Vale do Rio Doce e o Grupo Telebrás.

⁸ Cabe observar que a queda ocorrida no ano 2011 não é suficiente para concluir sobre a interrupção da tendência de expansão dos investimentos públicos, como mostra IPEA (2011). Isto porque existem evidências empíricas de uma relação entre investimento público e ciclo eleitoral que causam quedas particularmente intensas nos anos que sucedem a eleição presidencial e de governadores.

GRÁFICO 2

Investimentos do setor público: Administração Pública (APU), da União e das Empresas públicas federais (EPU) - Valores anualizados em % do PIB



Elaboração própria.

Fonte: Dados do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal – Siafi (BRASIL, [s.d.]); orçamento de investimentos das empresas estatais do Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais (DEST) do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MP); Gobetti (2006) e do indicador mensal do PIB do Banco Central do Brasil (BC) atualizado em 29/02/2012.

Obs: Valores efetivamente liquidados.

A análise do gráfico 2 torna bastante visível a expansão recente da taxa de investimento público nas suas diferentes definições, mais precisamente quando se desconsidera os efeitos das privatizações sobre os investimentos das empresas estatais (entre os anos 1995 e 1999). A elevação da taxa de investimento ocorreu devido à progressiva recuperação dos investimentos da administração pública após o ajuste fiscal do primeiro ano do Governo Lula e, sobretudo, a aceleração da expansão dos investimentos das empresas estatais federais desde 2007.

A relação entre esta evolução e o setor de infraestrutura pode ser visualizada na tabela 2.⁹ Verifica-se que o desempenho recente do investimento público federal guarda forte correlação com os investimentos do Grupo Petrobrás. Em números: as empresas do Grupo Petrobrás quase quadruplicaram seus investimentos nos últimos anos (R\$ 16,6 bilhões em 2005 e R\$ 59,9 bilhões

⁹ Os resultados apresentados na tabela 2 são aproximações dos montantes de investimento público pelas diferentes classificações. As fontes básicas de dados são o SIAFI e o orçamento de investimentos das empresas estatais do DEST/MPOFG. Ver o apêndice de Orair e Gobetti (2010) para mais detalhes.

em 2011), o que fez com que dobrasse sua participação de 1% do PIB no início de 2007 para 2% do PIB no final de 2011, após terem permanecido relativamente estabilizados em proporção do PIB durante os anos 2002 a 2006. A maior parte da ampliação dos investimentos do Grupo Petrobrás está ligada ao setor de petróleo e gás, cujos investimentos cresceram cerca de R\$ 37,6 bi entre 2006 e 2011, influenciado não somente pelas decisões de expansão da produção, mas também pela retomada de grandes projetos de construção de novas refinarias pela Petrobrás (ex.: Pernambuco, Maranhão, Ceará e no Comperj/Rio de Janeiro).

A aceleração dos investimentos da Petrobrás coincide com o período do anúncio da descoberta de petróleo leve na camada pré-sal em meados de 2007 e o início das explorações no ano seguinte. Além disto, as expectativas de investimentos do setor de petróleo no longo prazo são bastante promissoras, esperando-se uma radical transformação estrutural em que o Brasil se tornará exportador líquido e ingressará no seleto grupo de países fornecedores internacionais de petróleo. De modo que o cenário mais provável para os investimentos da Petrobrás é que continuem apresentando o rápido crescimento mostrado no período 2007-2011. O que é compatível com as projeções do último plano de negócios da Petrobrás de investimentos da ordem de US\$ 224,7 bilhões para os anos 2011-2015 e com um conjunto de decisões que estão sendo tomadas com o intuito de viabilizá-los.¹⁰ Entre estas decisões, podem-se destacar a retirada da Petrobrás do cálculo da meta de superávit primário do setor público no ano de 2009, a mudança no marco regulatório nos campos do pré-sal a serem licitados que tornou a Petrobrás a operadora única com participação não inferior a 30% dos consórcios e as operações no ano de 2010 de cessão onerosa de 5 bilhões de barris da União para a Petrobras e de capitalização da empresa em R\$ 124,7 bilhões.

¹⁰ Segundo o último plano de negócios da Petrobrás, os investimentos projetados para os anos 2011-2015 são da ordem de US\$ 224,7 bilhões, sendo aproximadamente 95% no país. Do total dos investimentos, cerca de US\$ 127,5 bilhões serão destinados à exploração e produção de petróleo, sendo 87% concentrada em novos projetos - principalmente as áreas do pré-sal e da Cessão Onerosa que representam 45% -, e R\$ 70,6 bilhões nos segmentos de refino, transporte e comercialização (dos quais cerca de 50% a serem alocados na ampliação do parque de refino). Cabe destacar que a exploração de petróleo e gás no pré-sal ainda se encontra em fase embrionária e a maior parte dos investimentos, assim como o aumento da produção do petróleo nos próximos anos, serão referentes ao pós-sal. É somente após 2015 que o pré-sal passará a responder por aumentos expressivos na produção e no investimento. A meta de expansão da produção de petróleo e gás no país prevista no plano de negócios é de 2,1 bilhões de barris de óleo equivalente por dia em 2011 para 3,1 bilhões em 2015, sendo somente 543 milhões do pré-sal. A meta de longo prazo para 2020 é 4,9 bilhões de barris, dos quais 1,1 bilhões de barris advindos do pré-sal e 845 milhões da cessão onerosa. Ver Petrobrás (2011).

TABELA 2.
Classificação dos investimentos da União e das empresas estatais federais.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valores nominais (R\$ milhões)							
Infraestrutura econômica	23.410	27.102	34.157	48.024	67.635	83.911	80.403
Grupo Petrobrás	16.567	18.050	24.066	36.264	51.204	63.211	59.859
Grupo Eletrobrás	3.208	3.204	3.104	3.878	5.212	5.279	5.157
Transportes	3.635	5.848	6.986	7.882	11.219	15.421	15.387
Infraero e Transporte aéreo	566	1.165	1.006	995	1.105	1.306	1.567
Transporte rodoviário	2.593	4.111	4.994	5.107	7.817	10.260	11.212
Transporte ferroviário	236	335	508	923	994	2.549	1.558
Companhias docas federais e Transporte hidroviário	240	236	478	857	1.303	1.306	1.050
Outros investimentos	8.717	11.528	14.318	20.877	24.332	33.335	30.373
Empresas estatais - Setor Financeiro	1.268	1.034	1.114	1.691	2.015	2.463	2.209
Empresas estatais - Demais	406	391	401	398	803	739	646
União	7.044	10.103	12.803	18.788	21.514	30.132	27.518
Infraestrutura urbana e Saneamento	594	1.679	2.359	5.341	5.247	5.353	4.922
Infraestrutura hídrica	401	482	559	965	1.749	2.201	1.500
Infraestrutura de Educação e Saúde	1.225	1.870	2.130	3.124	3.868	7.109	7.060
Demais - Não classificados	4.824	6.073	7.755	9.359	10.650	15.470	14.036
Investimentos públicos federais	32.127	38.630	48.475	68.901	91.967	117.246	110.776
Participação no total (%)							
Infraestrutura econômica	72,9	70,2	70,5	69,7	73,5	71,6	72,6
Grupo Petrobrás	51,6	46,7	49,6	52,6	55,7	53,9	54,0
Grupo Eletrobrás	10,0	8,3	6,4	5,6	5,7	4,5	4,7
Transportes	11,3	15,1	14,4	11,4	12,2	13,2	13,9
Infraero e Transporte aéreo	1,8	3,0	2,1	1,4	1,2	1,1	1,4
Transporte rodoviário	8,1	10,6	10,3	7,4	8,5	8,8	10,1
Transporte ferroviário	0,7	0,9	1,0	1,3	1,1	2,2	1,4
Companhias docas federais e Transporte hidroviário	0,7	0,6	1,0	1,2	1,4	1,1	0,9
Outros investimentos	27,1	29,8	29,5	30,3	26,5	28,4	27,4
Empresas estatais - Setor Financeiro	3,9	2,7	2,3	2,5	2,2	2,1	2,0
Empresas estatais - Demais	1,3	1,0	0,8	0,6	0,9	0,6	0,6
União	21,9	26,2	26,4	27,3	23,4	25,7	24,8
Infraestrutura urbana e Saneamento	1,9	4,3	4,9	7,8	5,7	4,6	4,4
Infraestrutura hídrica	1,2	1,2	1,2	1,4	1,9	1,9	1,4
Infraestrutura de Educação e Saúde	3,8	4,8	4,4	4,5	4,2	6,1	6,4
Demais - Não classificados	15,0	15,7	16,0	13,6	11,6	13,2	12,7
Investimentos públicos federais	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Elaboração própria.

Fonte: Dados atualizados de Orair e Gobbetti (2010).

A tabela 2 também indica um crescimento acelerado no volume total dos investimentos em infraestrutura econômica, mesmo após a exclusão das empresas do Grupo Petrobrás. Os investimentos da União na infraestrutura de transportes e das empresas estatais dos setores de energia elétrica e de transportes triplicaram durante os anos de 2005 a 2011 (de R\$ 6,8 bilhões para R\$ 20,5 bilhões). Uma pequena parcela deste crescimento corresponde aos investimentos das

empresas do Grupo Eletrobrás, que concentra quase a totalidade dos investimentos públicos federais em energia elétrica. À primeira vista, os dados da tabela podem sugerir que os investimentos neste setor cresceram pouco no período analisado. Contudo, estas informações ignoram as modalidades de investimentos que têm prevalecido no setor de infraestrutura através das Sociedades de Propósito Específico (SPEs). Nesta modelagem é constituída uma estrutura de governança própria cujas atividades são exclusivas à construção e/ou operação das concessões públicas dos serviços de infraestrutura, contando com sócios de natureza diversa, desde as empresas públicas e privadas com experiência operacional e as construtoras privadas, até os investidores institucionais, como os fundos de pensão. No caso mais geral, as empresas públicas são sócias minoritárias nas SPEs, de modo que os aportes de capital próprio da administração pública são contabilizados como inversões financeiras e não como investimentos – formação bruta de capital fixo (FBCF).

No segmento de energia elétrica, por exemplo, as subsidiárias da Eletrobrás estão envolvidas em grandes projetos de expansão da oferta de energia por meio de participações expressivas nos consórcios responsáveis pela construção das hidrelétricas do Rio Madeira (Jirau e Santo Antônio) e de Belo Monte - através da Chesf (50% de Belo Monte e 20% de Jirau), Eletrosul (20% de Jirau) e Furnas (39% de Santo Antônio) –, além da Eletronuclear que está a cargo da construção da Usina Nuclear de Angra III com investimentos avaliados em R\$ 9,6 bilhões. Entretanto, a maior parte dos novos projetos de expansão da infraestrutura de energia elétrica é realizada por intermédio de SPEs, nas quais a participação da empresa pública é minoritária, ainda que bastante expressiva, e não aparecem nas estatísticas de investimentos públicos. Na prática, as informações de investimentos das empresas do Grupo Eletrobrás tendem a captar cada vez mais os investimentos em manutenção e modernização das próprias estatais e não as grandes obras de ampliação da infraestrutura de energia elétrica que estão sendo realizadas em sociedade com as empresas privadas.

Ressalte-se que o cenário de investimentos em energia elétrica nos próximos anos também é bastante favorável. Segundo BNDES (2011), os investimentos em energia elétrica devem alcançar R\$ 139 bilhões nos anos 2011-2014, um volume 34% superior ao do período 2006-2009, influenciados principalmente pelos novos projetos que contam com participação expressiva das subsidiárias da Eletrobrás.¹¹ As decisões recentemente tomadas de liberar as empresas do Grupo Eletrobrás das metas de resultado primário em 2009 (a exemplo do que ocorreu com a Petrobrás em 2008) e realizar uma capitalização da empresa no valor de R\$ 5,1 bilhões em 2011 (pela conversão em ações de crédito do BNDES e do Tesouro Nacional), entre outras, também apontam para uma

¹¹ A construção da usina de Belo Monte isoladamente é responsável por cerca de 10% do total dos investimentos em energia elétrica nos anos 2011-2014.

importante presença da empresa pública nestes investimentos.

A ampliação dos investimentos na infraestrutura de transportes mostrada na tabela 2 foi bastante mais significativa, principalmente devido aos transportes rodoviários que respondem por cerca de 70% do total. Os investimentos realizados com recursos da União ou pelas empresas estatais que atuam no setor de transportes aumentaram cerca de R\$ 11,8 bilhões durante os anos 2005-2011 (quadruplicando ao passar de R\$ 3,6 bilhões em 2005 para R\$ 15,4 bilhões em 2011), dos quais R\$ 8,6 bilhões estão relacionados aos transportes rodoviários (que aumentaram de R\$ 2,6 bilhões para R\$ 11,2 bilhões entre 2005 e 2011).¹² Os modais de transportes ferroviário, hídrico e aéreo também apresentaram expansões expressivas, mas partindo de patamares ínfimos de investimentos. O maior crescimento em termos relativos ocorreu nos transportes ferroviários, influenciado fortemente pela retomada de grandes obras de expansão da malha ferroviária (Ferrovia Norte-Sul, Nova Transnordestina e Ferrovia Oeste-Leste, entre outras).

É possível também identificar uma mudança de ênfase dos investimentos da União ao privilegiar a infraestrutura de transportes, seja com o objetivo de remover gargalos em virtude das demandas requeridas para a organização dos grandes eventos esportivos – Copa do Mundo e Olimpíadas. A expansão destes investimentos é importante porque se trata de setores nos quais a infraestrutura brasileira é bastante precária e onde há maior dependência em relação ao orçamento público. Como será tratado mais adiante, a expansão destes investimentos reflete de maneira mais direta a ligeira flexibilização ocorrida na política fiscal e a mudança de orientação do governo, ainda embrionária, no sentido de reassumir seu papel no planejamento estratégico.

Por hora, cabe destacar que as expectativas de expansão dos investimentos na infraestrutura de transportes nos próximos anos são bastante favoráveis. O mapeamento de BNDES (2011) indica uma expressiva ampliação dos investimentos em rodovias, ferrovias e portos no período 2011-2014, cujos investimentos mapeados devem totalizar R\$ 129 bilhões, montante 135% superior ao período 2006-2009. Os investimentos em rodovias estão estimados em R\$ 50,6 bilhões, sendo que algo próximo a 2/3 do total serão investimentos públicos e o restante dividido entre investimentos das concessionárias existentes e as expectativas de novas concessões rodoviárias. As previsões para investimentos na infraestrutura portuária são de R\$ 17,8 bilhões, sendo 28% deste total para construção de novos portos públicos (ex.: Porto de Açu), 26% de investimentos públicos em outros

¹² Vale observar que existem evidências de melhoria nas condições de tráfego das rodovias federais nos últimos anos. Segundo os dados das pesquisas rodoviárias de 2005 e de 2011 da Confederação Nacional de Transportes, por exemplo, as rodovias pavimentadas da União avaliadas como boas ou ótimas saíram de 5,9% em 2005 para 33,8% em 2011. Mas isto significa que 2/3 dessa malha rodoviária federal continua apresentando problemas de pavimento e sinalização.

projetos ligados ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e o restante são obras nos terminais portuários pelos concessionários privados e companhias docas. No segmento ferroviário, as estimativas chegam a R\$ 60,4 bilhões, dos quais aproximadamente $\frac{1}{4}$ relativos à expansão da malha existente pelo setor público, $\frac{1}{4}$ a cargo dos atuais concessionários privados e a metade restante representada pelo projeto do Trem de Alta Velocidade (TAV), ligando o trajeto entre a cidade do Rio de Janeiro e Campinas. Sobre este último, a decisão do governo de criar uma nova empresa estatal que participará do consórcio de construção e operação do TAV sugere que o projeto será realizado por meio de uma sociedade entre a empresa pública e as empresas privadas, nos moldes das SPEs responsáveis pela construção das hidrelétricas da região norte.

Este tipo de modelagem também deverá ser importante para promover os investimentos em aeroportos. A decisão recente do governo de modificar o marco regulatório aeroportuário instituiu a concessão dos aeroportos mais rentáveis para uma SPE que ficará a cargo das obras de ampliação e gestão, na qual a participação da empresa estatal Infraero foi estabelecida em 49%. Os investimentos previstos apenas com as três últimas concessões - aeroportos de Guarulhos (São Paulo), Viracopos (São Paulo) e Brasília (Distrito Federal) – superam R\$ 16 bilhões. Em realidade, parece haver uma tendência de se disseminarem estas modalidades de investimentos em infraestrutura por meio de arranjos entre setor público e privado, nos quais a participação da empresa estatal é expressiva (ainda que minoritária).

Em resumo, é possível identificar um movimento de retomada do investimento público nos últimos anos e que foi puxado fortemente pela infraestrutura econômica. Procurou-se mostrar nesta seção que a expansão dos investimentos ocorreu em todos os segmentos da infraestrutura econômica e que os grandes projetos em curso tendem a fazer com a expansão se mantenha nos próximos anos. Desta maneira, o cenário mais provável que se desenha é que os investimentos públicos, bem como aqueles investimentos que ocorrem de maneira indireta em associações com as empresas privadas, irão acelerar-se nos próximos anos, revigorando a presença do setor público nas áreas de infraestrutura.¹³ Contudo, este cenário se torna mais incerto no longo prazo diante da ausência de garantias pela política fiscal de que a expansão dos investimentos públicos será sustentada e das dificuldades relativas ao financiamento do investimento. Voltaremos a este ponto mais adiante.

¹³ Como visto, uma série de grandes projetos em curso e de medidas recentemente tomadas pelo governo apontam nesta direção: mudança do marco regulatório do pré-sal; exploração do potencial hidrelétrico da região Norte; grandes eventos esportivos (Copa do Mundo e Olimpíadas); expansão da malha ferroviária; criação de novas estatais como a TAV e a Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S/A (Petro-Sal); decisões de retirar entraves orçamentários aos investimentos da Eletrobras e da Petrobras; capitalizações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e da Petrobras; participação dos bancos públicos no programa habitacional Minha Casa Minha Vida, entre outras.

3. Presença do Setor público na infraestrutura econômica: considerações sobre os novos arranjos patrimoniais do capitalismo brasileiro

As recentes licitações para as concessões dos aeroportos de Guarulhos, Viracopos e Brasília reacenderam o debate sobre a retomada do processo de desestatização no Brasil. O total das ofertas vencedoras dos leilões somou R\$ 24,5 bilhões, representando um ágio de 347% sobre o valor mínimo estabelecido pelo governo de R\$ 5,5 bilhões, que foi comemorado como um exemplo de grande êxito por membros do governo e diversos analistas de mercado. Segundo inúmeras análises, este foi considerado o maior leilão de privatização dos governos petistas e significa a retomada das privatizações que haviam sido abandonadas.¹⁴ Estaríamos, portanto, retomando o processo de desestatização cujas raízes remontam ao final da década de 1980 e aprofundando o processo de transferência das responsabilidades do investimento à administração privada?

Uma análise mais pormenorizada das decisões recentes pode sugerir um quadro bastante distinto. Note-se em primeiro lugar que o modelo adotado é o de conceder os aeroportos de elevado tráfego para a operação por uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), mas estabelece que a empresa estatal Infraero terá uma participação societária expressiva na sociedade (49%).¹⁵ Grosso modo, não há ineditismo neste arranjo que é semelhante ao ocorrido em outros segmentos da infraestrutura. Por exemplo, os consórcios vencedores dos recentes leilões das hidrelétricas da região norte contam com participações importantes das subsidiárias da Eletrobrás – 50% de Belo Monte (Chesf), 40% de Jirau (Chesf e Eletrosul) e 39% de Santo Antônio (Furnas) –, principalmente em sociedade com os fundos de pensão das empresas públicas. A decisão do governo de criar uma nova estatal para participar do consórcio de construção e operação do trem de alta velocidade (TAV), ligando o trajeto entre a cidade do Rio de Janeiro e Campinas, também aponta para um arranjo em moldes semelhantes, no qual a empresa estatal deverá ser uma sócia individual importante (ainda que minoritária) na sociedade que ficará responsável pela execução do projeto. Um exemplo adicional é a mudança do marco regulatório para exploração de petróleo e gás no Pré-Sal. A Petrobrás se tornou operadora única das áreas a serem licitadas com participação não

¹⁴ Ao longo deste trabalho optou-se preferencialmente pelo uso do termo mais geral “desestatização” que engloba as privatizações (vendas ou transferências de ativos públicos ao setor privado), terceirizações e concessões à iniciativa privada. Evitam-se, assim, equívocos muito comuns no uso incorreto destes conceitos.

¹⁵ Para ter um exemplo mais completo, o maior dos leilões de aeroportos foi o de Guarulhos, arrematado por R\$ 16,2 bilhões e ágio de 373,5% sobre o valor mínimo. A composição societária mais provável da SPE que ficará responsável pelo projeto é seguinte: Infraero com participação de 49% e o consórcio vencedor com participações indiretas de aproximadamente 37% dos fundos de pensão das empresas estatais – Previ, Funcef e Petros –, 8% da construtora privada OAS e 5% da empresa pública sul-africana ACSA (5%).

inferior a 30% dos consórcios e foi estabelecida a concessão sob o regime de partilha na qual o consórcio vencedor é aquele que destinar a maior parcela da produção de petróleo à União – inclusive prevendo a criação de nova empresa estatal para comercializá-la (Petro-Sal).

Tais experiências sugerem que, mais do que casos particulares, há um modelo bastante geral sendo disseminado nas concessões de áreas estratégicas da infraestrutura e baseado em um padrão específico de arranjo societário. Por um lado, o governo procura alavancar os investimentos e viabilizar os grandes projetos através de arranjos patrimoniais que contam com sócios de natureza diversa, desde as empresas públicas e privadas com experiência operacional e as construtoras privadas, até os investidores institucionais. Por outro lado, há uma preocupação em assegurar uma participação expressiva das empresas estatais nestas sociedades. No caso mais geral, a empresa estatal do setor de infraestrutura é sócia minoritária (com participação próxima ou superior a 40% do capital societário) da SPE responsável pela execução do projeto. Contudo, a composição societária restante conta muitas vezes com a presença de fundos institucionais e instituições públicas financeiras, principalmente os fundos de pensão das empresas estatais – Previ, Funcef e Petro – e o BNDESPar, através dos quais a influência dos interesses do setor público pode se fazer valer de maneira mais indireta.¹⁶

Este modelo assinala que a empresa estatal continuará sendo uma base importante nas concessões de infraestrutura, mas por meio de arranjos patrimoniais com empresas privadas, e que há um esforço deliberado por parte do governo de manter um bloco significativo de participações societárias nestes empreendimentos. De maneira que a influência do setor público nestes empreendimentos deve ser fazer valer cada vez mais na esfera da propriedade e menos diretamente na esfera da gestão. De fato, as principais vantagens declaradas deste mecanismo são que permitem dividir riscos e imprimir critérios de gestão privada aos investimentos, além de contornar os constrangimentos fiscais do orçamento público.

A rigor, os aportes de capital próprio do setor público são proporcionais à sua participação na SPE, que normalmente é minoritária, e os investimentos contarão também com recursos provenientes dos sócios privados e aqueles captados junto ao mercado financeiro. Mesmo o aporte de capital próprio é uma despesa pública financeira e, por conseguinte, sem impacto sobre o resultado primário do setor público. Contudo, estes mecanismos estão longe de equacionar os problemas do financiamento do investimento na economia brasileira, seja porque não afastam o risco de potenciais desequilíbrios fiscais no futuro ou porque criam pressões adicionais sobre o

¹⁶ Ressalte-se que as presenças dos fundos de pensão e do BNDESPar não são exclusivas às concessões do período mais recente, tendo sido marcantes nos leilões de privatizações das décadas de 1990.

mercado de financiamento de longo prazo no Brasil que já está apresentando sinais de esgotamento. Estes pontos serão abordados na última seção do texto.

Por hora, cumpre apenas notar que o cenário mais crível, diante das experiências e decisões tomadas pelo setor público recentemente, é que se disseminem os investimentos em infraestrutura através destas sociedades, organizadas sobre um padrão de arranjo patrimonial que articula empresas privadas e no qual a empresa pública estatal possui participação destacada. Subjacente a este processo, podem-se também identificar outros aspectos relacionados, como por exemplo: *i*) movimento de fortalecimento ou mesmo de criação de novas empresas estatais; *ii*) busca por se imprimir critérios de gestão privada às empresas estatais com o objetivo de envolvê-las nas sociedades com empresas privadas e capacitá-las à captação de recursos junto ao mercado financeiro; e *iii*) criação de uma engenharia financeira que provê maior flexibilidade às capitalizações das empresas estatais pelo Tesouro Nacional, instituições e fundos financeiros controlados pelo setor público.¹⁷

Em termos de concentração setorial, é importante ressaltar que estes investimentos parecem estar circunscritos às áreas da infraestrutura sobre as quais o setor público já atua de maneira destacada – notavelmente no setor de petróleo e gás e nos segmentos de maior risco e menor rentabilidade de energia elétrica e infraestrutura de transportes. Trata-se de segmentos onde o avanço do setor privado após as transformações estruturais da década de 1990 encontrou uma série de dificuldades e o setor público consolidou sua presença, conforme abordado na seção 2.2.

Note-se que esta análise – a partir da identificação dos padrões de arranjos societários e das decisões governamentais de ampliar o poder de fogo das empresas estatais – indica que está em curso um processo de reconfiguração das articulações entre o capital público e privado, mas com o primeiro ainda desempenhando papel proeminente. Em linha com o quadro traçado anteriormente que aponta para um cenário favorável de expansão dos investimentos públicos e da presença das empresas estatais na área de infraestrutura econômica (incluindo o setor de petróleo e gás), seja de maneira direta ou indireta através das articulações remodeladas com empresas privadas.

É certo que fazer interpretações no decorrer dos acontecimentos é tarefa difícil, intrinsecamente sujeita a imprecisões, mas há indicações de inflexão na lógica de atuação do setor público mediante um novo entendimento de como deve orientar-se a atuação estatal em projetos de investimentos, especialmente diante da explicitação das limitações dos formatos anteriores, como

¹⁷ Por exemplo, através dos instrumentos previstos nas Medidas Provisórias n. 487 e 500 de 2010 que facilitam a conversão de créditos em participações e a cessão/permuta de ações ou direitos econômicos das companhias controladas pelo governo.

bem afirma Junqueira (2011, p. 87-88). Este novo entendimento é distinto tanto da lógica intervencionista, predominante no período desenvolvimentista, quanto da lógica liberal, preponderante no período subsequente. Configurando-se um quadro bastante distinto daquele sugerido por análises simplistas que indicam um mero aprofundamento do processo de desestatização e de transferência das responsabilidades do investimento à administração privada.

4. Restrições ao financiamento dos investimentos públicos

Este texto procurou mostrar a retomada recente e o cenário favorável para os investimentos públicos nos próximos anos, influenciados pelos grandes projetos em andamento. A contrapartida desta tendência será uma crescente pressão por recursos do orçamento público e sobre o mercado de financiamento de longo prazo no país. No entanto, a situação atual em que o setor público está sob permanente restrição fiscal e o mercado de financiamento de longo prazo mostra sinais de esgotamento torna a tendência de expansão dos investimentos públicos bastante mais incerta. O objetivo desta seção é explorar estas restrições colocadas ao financiamento do investimento público.

4.1 Restrições ao financiamento do investimento: ausência de garantias pela política fiscal

A primeira das restrições colocadas ao financiamento do investimento público está relacionada ao regime da política fiscal que não prioriza as despesas de investimento, já que estão submetidas aos constrangimentos fiscais da mesma maneira que quaisquer despesas primárias. O regime fiscal brasileiro tem se baseado em metas formais de superávit primário do setor público consolidado desde 1999 e, de certo modo, as atuais metas da administração pública são as mesmas desde o ajuste fiscal de 2003.¹⁸ Entre as mudanças formais ocorridas nos últimos anos somente duas merecem destaque. A primeira diz respeito à exclusão das empresas do Grupo Petrobras (2009) e do Grupo Eletrobrás (2010), com intuito de viabilizar seus planos de investimentos, o que resultou na redução da meta de resultado primário do setor público consolidado de 3,8% para 3,1% do PIB.

¹⁸ As metas foram recalculadas no ano 2007 devido à divulgação da nova série do PIB pelo IBGE, que elevou o denominador e modificou a meta do setor público consolidado de 4,25% para 3,8% do PIB; isto é, de 2,45%, 0,7% e 1,1% para 2,2%, 0,65% e 0,95% do PIB para o governo central, empresas estatais federais e governos regionais, respectivamente. A mudança do PIB também causou um recálculo retroativo das metas nos anos anteriores, que estão mostradas na tabela 3. Além disto, houve uma ligeira redistribuição da meta do governo federal no ano 2009, reduzindo-se a contribuição do governo central para 2,15% com aumento equivalente das empresas estatais para 0,7% do PIB; e, posteriormente, uma redução das metas para 1,4% no governo central e 0,9% nos governos regionais com intuito de acomodar o pacote de medidas anticíclicas e os efeitos do contágio da crise internacional no Brasil. As metas anteriores foram restabelecidas já no ano 2010.

A segunda mudança foi a criação do Projeto Piloto de Investimentos (PPI) em 2005, depois ampliado com o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O PPI serviu para introduzir a ideia de que alguns investimentos precisariam receber um tratamento fiscal diferenciado por ensejarem um processo virtuoso de autofinanciamento e, por conseguinte, passíveis de serem abatidos da meta fiscal. O PAC contribuiu ao deslanchar um conjunto de projetos na área de infraestrutura e ampliar substancialmente a margem de dedução de investimentos da meta fiscal.¹⁹ Como mostrado na tabela 3, os resultados primários obtidos pelo setor público consolidado foram superiores às suas metas até o ano de 2009, não sendo necessário fazer uso da margem do PPI/PAC. A dedução dos investimentos foi utilizada exclusivamente nos anos 2009 e 2010 e, mesmo assim, apenas parcialmente e sob intensas críticas dos analistas de mercado.

TABELA 3

Metas e valores realizados do Superávit Primário do Setor Público – Valores em % do PIB.

Ano	Meta de superávit primário (A)	Margem de dedução do PPI/PAC (B)	PPI/PAC executado (C)	Superávit primário permitido pela legislação (D = A - C)	Superávit primário realizado (E)	Excedente (F = E - D)
2002	3,42%			3,42%	3,55%	0,13%
2003	3,89%			3,89%	3,89%	0,00%
2004	3,87%			3,87%	4,18%	0,31%
2005	3,83%	0,13%	0,06%	3,77%	4,35%	0,58%
2006	3,80%	0,13%	0,12%	3,68%	3,80%	0,13%
2007	3,80%	0,17%	0,28%	3,52%	3,82%	0,29%
2008	3,80%	0,46%	0,37%	3,43%	4,36%	0,94%
2009	2,50%	0,88%	0,55%	1,95%	2,00%	0,05%
2010	3,10%	0,60%	0,59%	2,51%	2,70%	0,18%
2011	3,10%	0,77%	0,68%	2,42%	3,11%	0,68%

Elaboração própria.

Obs.: A despesa com a capitalização do Fundo Soberano no ano de 2008 foi incluída no superávit primário.

É importante observar que durante quase todo o período analisado houve um excedente previsto pela legislação que confere espaço fiscal para a ampliação dos investimentos relacionados ao PPI/PAC, mostrado na última coluna da tabela 3. O excedente no ano de 2011 foi próximo a 0,7% do PIB. Ainda assim, no atual contexto é pouco razoável imaginar que o governo venha a fazer uso da margem máxima de dedução do primário. Isto porque a “opinião crítica do mercado”

¹⁹ No ano de 2009, por exemplo, a margem de dedução de investimentos se ampliou de R\$ 15,6 bilhões para R\$ 28,5 bilhões com a mudança do PPI para o PAC.

sobre a política fiscal ainda parece constituir um sério fator de constrangimento, senão formal, pelo menos retórico. O mais usual é que o governo cumpra suas metas, como tem feito ultimamente, com um misto de dedução de apenas uma parcela dos investimentos, contenção de investimentos públicos e o recurso a medidas que mantêm o resultado primário artificialmente elevado pelo uso de receitas não recorrentes (Schettini e outros, 2011). O constrangimento fica muito claro quando se discute nos dias atuais se as metas de superávit fiscal serão cumpridas com uso ou não da margem de investimentos do PAC que, mesmo prevista na legislação orçamentária, também é submetida a severas críticas e de maneira indistinta em relação aos procedimentos de contabilidade criativa.

Na prática, o regime fiscal passou por poucas alterações formais e vem se caracterizando por elevados superávits primários da administração pública, superiores a 3% do PIB em quase todo o período, que impõe restrições orçamentárias às despesas primárias, sobretudo àquelas de caráter discricionário como é o caso da maior parte dos investimentos. Por outro lado, é preciso destacar que a existência de elevados superávits primários não é incompatível com a ligeira flexibilização fiscal ocorrida nos últimos anos. O trabalho de Schettini e outros (2011) analisou o resultado estrutural das administrações públicas e identificou um movimento iniciado em meados de 2004 que sugere uma (quase) progressiva flexibilização da política fiscal, que fica muito menos evidente na estatística oficial do resultado primário devido aos efeitos do ciclo econômico e da contabilização de receitas não recorrentes.²⁰

Tal análise sugere que a simultaneidade entre flexibilização fiscal, que viabilizou a recuperação dos investimentos públicos, e a geração de elevados superávits primários se deve em grande medida ao efeito favorável do ciclo econômico sobre as receitas e o uso de receitas não recorrentes, sobre os quais não se deve apoiar permanentemente. De fato, os constrangimentos orçamentários deixaram de ser um problema tão grande nos últimos anos, ao menos no que diz respeito às grandes obras de investimento, e o baixo nível do investimento público passou a ser atribuído menos à questão orçamentária e cada vez mais às amarras institucionais, como os problemas de gestão do governo (ou mesmo às questões ambientais e judiciais), conforme observa Almeida (2009).

Associadamente, verifica-se uma mudança de posicionamento do governo, ainda

²⁰ A estatística de resultado fiscal estrutural permite uma análise mais precisa da direção da política fiscal, ao menos em relação às análises convencionais, ao realizar dois tipos de ajustes: i) pré-ajuste de natureza contábil com intuito de expurgar os efeitos de receitas não recorrentes (incluindo contabilidade criativa e receitas extraordinárias) no resultado primário; e ii) ajuste que retira a influência do ciclo econômico do produto e ciclo do preço do petróleo sobre as receitas públicas. Mais detalhes em Schettini e outros (2011).

embrionária, no sentido de reassumir seu papel no planejamento estratégico e priorizar o crescimento como objetivo da política econômica. Segundo o diagnóstico atual, o governo deve promover o crescimento econômico por meio da ampliação dos investimentos públicos, das medidas de estímulo ao investimento privado (fiscais e creditícias) e da remoção dos obstáculos institucionais, com grande destaque para a retomada das obras voltadas à remoção dos gargalos da infraestrutura (BRASIL, 2007). É verdade que o investimento no período recente encontrou grandes obstáculos em relação ao marco institucional, mas tem ocorrido um conjunto de ações voltadas à minoração destes problemas (contratação e capacitação de pessoal, melhor coordenação entre os órgãos do governo etc.). Esta mudança parece estar materializada na formulação de planos e programas de investimento – como os previstos no Plano Nacional de Logística e Transporte (PNLT) e nos PACs – e na aceleração no ritmo de execução dos investimentos públicos nos últimos anos.

A reorientação da política econômica, com ênfase no investimento e nos grandes projetos de infraestrutura, é importante porque aponta para o aprofundamento da retomada dos investimentos públicos e a crescente pressão por recursos orçamentários nos próximos anos, o que é compatível com o cenário favorável à expansão dos investimentos públicos que foi traçado na seção 2.2 deste trabalho. Diante deste quadro, é possível que se explicita uma contradição entre, de um lado, a pressão por crescentes volumes de recursos dos projetos de investimento em andamento; e, de outro lado, o arcabouço conceitual da política fiscal que pouco se modificou em relação ao passado e nem confere garantias de que a pressão por recursos para investimentos será sustentada.

É claro que, na ausência de mudanças conceituais mais importantes no atual paradigma da política fiscal, sempre existem saídas como a expansão da carga tributária, as receitas não recorrentes ou a realização de ajustes fiscais. Este parece ter sido o caminho adotado pelo governo no ano 2011, que cumpriu a meta cheia de superávit primário sem deduzir a margem de investimentos do PAC. Mas não se pode deixar de reconhecer que o ajuste fiscal incidiu fundamentalmente sobre as despesas discricionárias – não somente o consumo intermediário do governo, mas principalmente os investimentos públicos que caíram em 2011 (ver o gráfico 2 da seção 2.2). A experiência recente apenas torna claro que o retorno aos constrangimentos orçamentários para os investimentos sob o atual paradigma da política fiscal é uma ameaça concreta, criando-se uma situação de fragilidade institucional que torna a trajetória de retomada do investimento público incerta no longo prazo.

4.2 Restrições ao financiamento do investimento: esgotamento das fontes de financiamento de longo prazo

É importante destacar que grande parte dos investimentos das empresas estatais já não está sujeita aos constrangimentos orçamentários colocados pelo atual regime fiscal (ao menos diretamente), desde a retirada das empresas do Grupo Petrobras e do Grupo Eletrobras da meta de superávit primário para a execução dos seus planos de investimento. O mesmo se pode afirmar sobre as modalidades de investimentos por meio de Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs) – assim como outras formas de parcerias público-privadas –, que agrupam empresas públicas e privadas no seu quadro societário, com a empresa pública tendo participação minoritária. Nestas modalidades os eventuais aportes de capital próprio do setor público serão proporcionais à sua participação societária, reduzindo a pressão direta sobre o orçamento público, e contarão também com os recursos provenientes dos sócios privados e aqueles captados junto ao mercado financeiro. Além disto, os aportes de capital próprio são contabilizados como inversões financeiras que não são despesas primárias e, portanto, não sofrem as restrições impostas pela meta de superávit primário.

É verdade que mecanismos como estes permitem que as empresas públicas ou sociedades das quais fazem parte se endividem e realizem os investimentos sem impactar imediatamente as estatísticas fiscais do setor público consolidado. Mas somente contornam as restrições fiscais mais imediatas do setor público, sem afastar o potencial surgimento de impactos fiscais adicionais no futuro, além de criar uma pressão adicional sobre o mercado de financiamento de longo prazo no Brasil. Isto porque, além do aporte de capital próprio, é muitas vezes necessário criar uma estrutura de suporte financeiro, principalmente através do crédito subsidiado do BNDES, que é o provedor por excelência do financiamento de longo prazo na economia brasileira. O que ocorre em um momento no qual as fontes tradicionais de *funding* dos bancos públicos estão mostrando sinais de esgotamento – diante da taxa acelerada de expansão dos seus desembolsos e da elevada dependência do seu crédito para o financiamento de longo prazo – e a saída encontrada para complementar os recursos foi na forma de capitalizações do Tesouro Nacional no BNDES. A pressão adicional dos investimentos em infraestrutura tende a aprofundar este quadro.

Não se deseja alongar demasiadamente a discussão. O que cumpre observar é que as capitalizações tanto das empresas estatais quanto do BNDES, devido à necessidade de se criar uma estrutura financeira que dê suporte aos investimentos, possivelmente serão feitas por meio de emissões de títulos da dívida pública. A princípio, estas operações estão relacionadas à emissão simultânea de passivos e ativos do setor público que não modificam o seu patrimônio líquido. O grande problema é que a dívida pública brasileira apresenta um dos maiores custos de rolagem do

mundo, com o custo médio real da dívida pública federal interna próximo ao patamar de 6% a.a. e o seu prazo médio de três anos e meio. Daí a necessidade que os retornos financeiros dos projetos de investimentos de longa maturação – diretos sob a forma de dividendos distribuídos e tributos pagos ao governo ou indiretos no sentido de promover o crescimento econômico e, por conseguinte, a arrecadação tributária – serem elevados o suficiente para compensar os passivos emitidos a uma taxa muito elevada. Criando-se um potencial impacto fiscal orçamentário no futuro oriundo do diferencial de remuneração dos ativos e passivos, além de um problema de descasamento de prazos.

Desnecessário assinalar que a raiz destes problemas está na deficiente estrutura de *funding* do investimento no país e na inconsistência entre as rentabilidades (e o prazo de maturação) dos ativos e passivos do setor público, reconhecidamente alguns dos maiores obstáculos estruturais ao desenvolvimento brasileiro. Em resumo, o aspecto central a ser destacado é que o desafio de se viabilizar elevados montantes de recursos para o grande bloco de investimentos programados em infraestrutura está longe de ser equacionado pela adoção de modalidades de investimento na forma de SPE ou pela liberação de empresas estatais das metas de superávit primário. Tais medidas podem contornar as restrições orçamentárias imediatas do setor público. Mas não eliminam o potencial surgimento de impactos fiscais adicionais no futuro e passam a pressionar ainda mais o mercado de financiamento de longo prazo e a sofrer as dificuldades de *funding* do setor privado no Brasil.

5. Considerações finais

Este texto identificou um movimento de retomada do investimento público nos últimos anos e que foi puxado fortemente pela infraestrutura econômica. Procurou-se mostrar que a expansão dos investimentos ocorreu em todos os segmentos da infraestrutura econômica e que os grandes projetos em curso tendem a fazer com a expansão se mantenha nos próximos anos. O cenário mais provável que se desenha é que os investimentos públicos, bem como aqueles investimentos que ocorrem de maneira indireta em associações com as empresas privadas, irão acelerar-se nos próximos anos, revigorando a presença do setor público nas áreas de infraestrutura. Contudo, este cenário se torna mais incerto no longo prazo diante da ausência de garantias pela política fiscal de que a expansão dos investimentos públicos será sustentada e das dificuldades relativas ao financiamento do investimento. Sob as atuais condições, há uma ameaça concreta que a expansão do investimento (um ativo ilíquido e de longo prazo) encontre restrições por parte da inexistência de fontes de recursos adequadas e que seu padrão de financiamento ocorra de maneira indesejável pela acumulação de passivos de curto prazo e elevada remuneração. Isto fragiliza a posição financeira do país e o torna mais suscetível a eventuais abalos externos e/ou instabilidades do setor financeiro. Deve estar claro, entretanto, que estes são apenas mais alguns dos desafios para os quais a

sociedade brasileira deverá dar respostas adequadas. Equacionar questões desta natureza será fundamental para se solidificar o atual modelo de crescimento econômico e abrir o caminho para o desenvolvimento da economia brasileira.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, M. **O paradoxo do investimento público no Brasil**. Brasília: Ipea, 2009. (Nota Técnica).
- BIELSCHOWSKY, R. **Investimento e reformas no Brasil**: indústria e infraestrutura nos anos 1990. Brasília: Cepal; Ipea, 2002.
- BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. (2010). **O BNDES em um Brasil em Transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.
- BRASIL. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. **Plano Plurianual (PPA) 2008-2011**. Brasília : MP, 2007.
- CANDIDO JÚNIOR, J. **Efeitos do investimento público sobre o produto e a produtividade**: uma análise empírica. Brasília: Ipea, 2006. (Texto para Discussão, n. 1.204).
- FERREIRA, P. Investimento em infraestrutura no Brasil: fatos estilizados e relações de longo prazo. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 26, n. 2, 1996.
- GOBETTI, S. **Estimativa dos investimentos públicos**: um novo modelo de análise de execução orçamentária aplicado às contas nacionais. *In*: PRÊMIO TESOIRO NACIONAL DE MONOGRAFIAS, 11., 2006, Brasília, Distrito Federal. Brasília: UnB, 2006.
- IPEA. **Infraestrutura econômica no Brasil**: diagnóstico e perspectivas 2025. Brasília: Ipea, 2010b.
- JUNQUEIRA, G. (2011). **Investimentos públicos no Brasil pós-1988**: uma análise além da FBCF. 2011. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, São Paulo, 2011.
- ORAIR, R.; GOBETTI, S. Retomada do investimento público federal no Brasil e a política fiscal: em busca de um novo paradigma. *In*: IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONOMICA APLICADA. **Brasil em desenvolvimento**: Estado, planejamento e políticas públicas. Brasília: Ipea, 2010.
- PETROBRAS – PETRÓLEO BRASILEIRO S/A. **Plano de Negócios 2011-2014**. Rio de Janeiro, 2011.
- SANTOS, C., ORAIR, R., GOBETTI, S., FERREIRA, A., ROCHA, W., SILVA, H., et al. (2011). Estimativas de alta frequência da formação bruta de capital fixo das administrações públicas brasileiras no período 2002-2010. *Texto para Discussão, n. 1660*. Brasília: IPEA.

SCHETTINI, B. *et al.* **Balço estrutural e impulso fiscal**: uma aplicação para o Brasil (1997-2010). Brasília: Ipea, 2011. (Texto para Discussão, n. 1.650).