

O DUPLO NÓ DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

O Estado tem sido responsável pela metade dos investimentos; quando se considera o investimento privado, a origem dos recursos tem grande participação do setor público

Ana Maria Castelo e Edney Cielici Dias

Um dos pontos mais importantes da agenda de desenvolvimento no Brasil está relacionado às fontes de recursos dos investimentos em infraestrutura. Historicamente, o Estado brasileiro tem tido um papel central e decisivo nesse financiamento, sendo responsável pela viabilidade de projetos que não oferecem atrativos ao capital privado e em condições em que, mesmo com atrativo, esse capital é escasso ou não se oferece.

A questão, no entanto, ganha contornos diversos mesmo na perspectiva histórica. O Estado brasileiro, a partir da Constituição de 1988, passa a ter um papel social de maior relevo, com maior peso nas políticas de saúde, educação e transferência de renda – o que supõe até mesmo contabilmente menor papel estatal no campo econômico. Paralelamente, a economia brasileira e seu mercado de capitais encontram-se em novo patamar, capaz de aspirar condições de financiamento de longo prazo com base em fundos privados, nacionais e internacionais.

Mais recentemente, como resposta à crise financeira internacional, o Estado tomou para si a provisão de um alto volume de financiamento de longo prazo com crédito subsidiado, numa espécie de volta ao desenvolvimentismo de décadas passadas. Essa política, ainda em curso, causa diversos questionamentos, relacionados tanto à sua dosagem como a seus critérios de concessão.

Essa atual configuração tende a inibir incentivos para diminuir a dependência histórica da provisão estatal de recursos para o investimento de longo prazo. A questão, no entanto, não comporta análises – tampouco soluções – fáceis. Este artigo discute o problema com base em medidas recentes que, paralelamente à participação ativa do Estado, sinalizam um ambiente propício à participação do capital privado.

Em artigo em dezembro de 2013 para a **Conjuntura da Construção**, Cláudio Frischatk apontou que o investimento em infraestrutura no país nos últimos dez anos tem se mantido abaixo do mínimo necessário para repor a depreciação do capital. E para que atinja uma taxa de pelo menos 4,5%, considerada pelo autor como compatível com um crescimento do PIB de 3,5% a 4%, são muitos os desafios a serem enfrentados. Melhorar a eficiência dos gastos é fundamental, mas, indiscutivelmente, será necessário aumentar os recursos para a infraestrutura, o que demandará volumes não desprezíveis de capital. Uma tarefa difícil e complexa em um cenário de baixa taxa de poupança interna e em que o déficit externo começa a assumir novamente dimensões preocupantes.

No Brasil, o Estado tem sido responsável por cerca da metade dos investimentos na área – em 2012 os investimentos públicos representaram cerca de 1% do PIB. No entanto, mesmo quando se fala do investimento privado, a origem do recurso tem grande participação do setor público.

Vale lembrar que, para atender as metas estabelecidas pelo governo no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) - de R$ 503,9 bilhões para o período 2007 a 2010 –, a maior parte dos recursos discriminados tinham origem no Orçamento Geral da União (OGU), no orçamento da Seguridade, no orçamento das estatais, nas contrapartidas dos Estados e dos municípios e nos fundos operacionalizados pelos bancos públicos.

A área mais privilegiada do PAC, a energia, contava basicamente com recursos do orçamento da Petrobras. Na infraestrutura social, com o destaque principal cabendo à área habitacional, os recursos onerosos tinham origem nos bancos (a maior parte da Caixa Econômica Federal, em especial recursos do FGTS). Na área de saneamento, os recursos sairiam do OGU, do FGTS-FAT e da contrapartida dos Estados e municípios.

Os investimentos para a área de logística, que incluía toda a área de transporte, viriam principalmente do OGU e do BNDES, e apenas uma pequena parcela seria responsabilidade da iniciativa privada, especialmente por meio das parcerias público-privadas (PPPs).

Para atrair investidores e viabilizar concessões, é necessário, acima de tudo, que elas sejam rentáveis e estabelecidas em um ambiente regulatório estável e transparente

Em 2010, com o PAC 2, houve continuidade em relação à primeira versão do programa, tanto em termos de objetivos quanto de estratégia. Assim a estratégia do PAC, em suas duas versões, implicava desde o início o suporte da Caixa Econômica Federal e do BNDES, aos quais mais recentemente, se juntou o Banco do Brasil.

A alta participação dos bancos públicos no financiamento da infraestrutura do país tem sido a alternativa justificada em um contexto em que o mercado de capitais ainda é pouco desenvolvido e não consegue oferecer os recursos necessários para os projetos de infraestrutura. Nos últimos anos, com a redução da Selic, o mercado de capitais doméstico conseguiu aumentar sua capacidade de contribuição, mas ainda não é capaz de dar o suporte exigido pelos projetos de infraestrutura.

Os juros são uma variável central, a compor a estrutura de incentivos. É necessário, nesse caso, desatar um duplo nó: (i) o governo aumenta os juros porque necessita de crédito, mas ao mesmo tempo tem de atuar como provedor de crédito subsidiado; (ii) a presença de bancos públicos tenta compensar a insuficiência de instituições de mercado, mas ao mesmo tempo impede o desenvolvimento destas últimas, em uma atuação concorrente.

Medidas de incentivo

Desatar o duplo nó acima descrito não é uma tarefa elementar, mas ter claro que ele precisa ser desatado pode ser um início. Enquanto os juros não baixam, outros incentivos para os capitais privados são criados.

Em 2011, a Lei nº 12.431/2011 criou incentivos tributários – isenção do Imposto de Renda para aplicações de pessoas físicas e investidores estrangeiros – para estimular a colocação de debêntures, as chamadas debêntures incentivadas, como meio de fomentar a captação de recursos para a área.

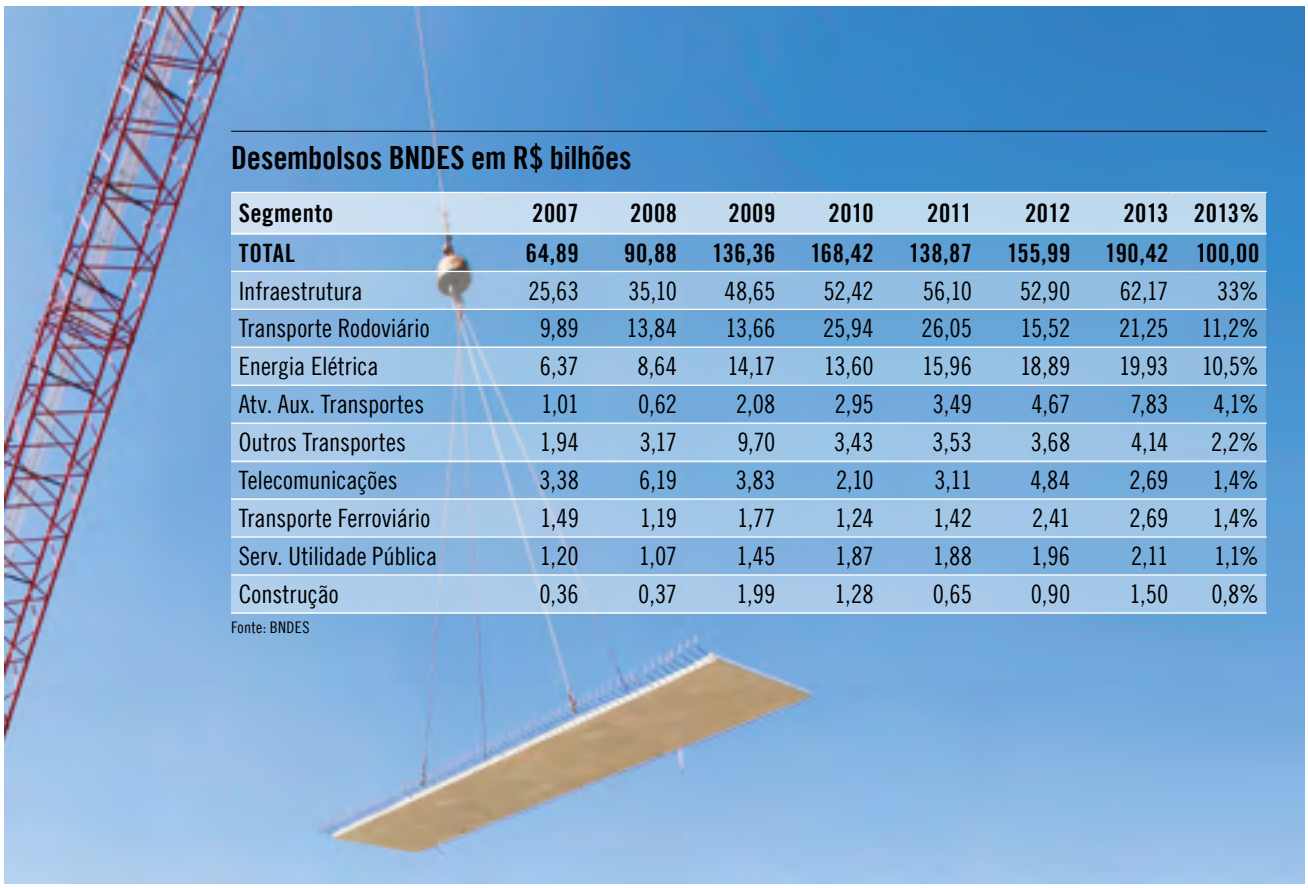
Para estimular o desenvolvimento do mercado de títulos de infraestrutura e assim contribuir na diversificação das fontes de financiamento para a área, o próprio BNDES passou a adotar a estratégia de apoiar, em conjunto com a aprovação de financiamentos, a emissão dos títulos incentivados. Ou seja, o banco aprova o empréstimo com o compromisso de uma emissão. A ideia é que as emissões irão estimular a formação de novos fundos e atrair investidores, criando uma espiral positiva, de tal modo que, no futuro, o mercado de capitais possa a vir a ser uma fonte viável de recursos para a área de infraestrutura.

O aumento do interesse do investidor privado tende a atrair também os bancos privados para a área. Um mercado secundário mais desenvolvido, ao dar liquidez para aos instrumentos de dívida privada, pode contribuir para mitigar em parte essa questão.

No entanto, mesmo com os incentivos tributários, a cultura de aplicações em investimento de longo prazo de maturação ainda é bastante incipiente, seja por parte do investidor pessoa física, seja por parte dos bancos privados. A própria atuação dos bancos oficiais, garantindo uma oferta expressiva de recursos subsidiados, inibe o desenvolvimento de alternativas. Assim, atualmente, basicamente os bancos públicos atuam no mercado.

Vários analistas passaram a destacar a implicação fiscal dessa estratégia, pois a tarefa de financiamento ficou maior que do que a capacidade financeira de bancos públicos. E, à medida que as necessidades cresceram, aumentou também o suporte do Tesouro às instituições. Assim, a expansão do crédito passou a contribuir diretamente para o aumento da dívida pública bruta, indicando a limitação dessa alternativa.

Vale mencionar o esforço do governo para criar fontes alternativas de recursos



Desembolsos BNDES em R$ bilhões

Segmento	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013%
TOTAL	**64,89**	**90,88**	**136,36**	**168,42**	**138,87**	**155,99**	**190,42**	**100,00**
Infraestrutura	25,63	35,10	48,65	52,42	56,10	52,90	62,17	33%
Transporte Rodoviário	9,89	13,84	13,66	25,94	26,05	15,52	21,25	11,2%
Energia Elétrica	6,37	8,64	14,17	13,60	15,96	18,89	19,93	10,5%
Atv. Aux. Transportes	1,01	0,62	2,08	2,95	3,49	4,67	7,83	4,1%
Outros Transportes	1,94	3,17	9,70	3,43	3,53	3,68	4,14	2,2%
Telecomunicações	3,38	6,19	3,83	2,10	3,11	4,84	2,69	1,4%
Transporte Ferroviário	1,49	1,19	1,77	1,24	1,42	2,41	2,69	1,4%
Serv. Utilidade Pública	1,20	1,07	1,45	1,87	1,88	1,96	2,11	1,1%
Construção	0,36	0,37	1,99	1,28	0,65	0,90	1,50	0,8%

Fonte: BNDES

para a área, como o Fundo de Investimento em infraestrutura (FI-FGTS). Criado em 2008, com investimento inicial de cerca de R$ 9 bilhões a partir de recursos do FGTS, o FI tem como objetivo o financiamento de empresas e projetos de infraestrutura, o que pode se dar com a compra de ações ou por meio de títulos de dívida (debêntures). Mas ainda assim trata-se do FGTS, em que o governo tem papel determinante em sua administração e já é bastante comprometido na habitação e no saneamento.

Em 2012, o governo federal lançou o Programa de Investimentos em Logística (PIL), com a previsão de mais de R$ 200 bilhões em um horizonte de 25 anos na renovação e ampliação da malha de transportes do País, envolvendo os principais modais como ferrovias, rodovias, portos e aeroportos. Mas, diferentemente do PAC, cujos projetos têm gestão pública, os investimentos do PIL deverão ocorrer por meio de concessões e de parcerias com o setor privado, representando assim uma mudança na estratégia do poder público em relação aos investimentos.

Cabe ressaltar que isso não implica prescindir do suporte dos bancos públicos. O PIL relaciona como suporte financeiro as debêntures de infraestrutura, os fundos de debêntures incentivados e os fundos de investimento em direitos creditórios. A Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e, especialmente, o BNDES estão listados como os principais bancos nas operações de financiamento do programa, mantendo o padrão observado nas concessões realizadas nos últimos anos. Ou seja, mesmo nesse novo formato, a questão – fonte de recursos – ainda continua a existir.

É importante observar que a dificuldade de captação de recursos para projetos de infraestrutura também está relacionada ao fato de os projetos nessa área envolverem grandes volumes de recursos, terem longo prazo de maturação, elevado risco e muitas vezes baixo retorno econômico.

Especialmente após a crise mundial de 2008, as condições de acesso ao crédito tornaram-se mais restritivas no mundo todo, dificultando linhas direcionadas para projetos de longo prazo. Os grandes investidores privados, como seguradoras e fundos de pensão, também se tornaram mais avessos ao risco.

Ou seja, será difícil dar o salto correspondente ao tamanho das necessidades do país apenas com recursos públicos, mas encontrar fontes de recursos para os projetos de infraestrutura é um desafio que atinge hoje indistintamente países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Para atrair investidores e viabilizar concessões, é necessário, acima de tudo, que elas sejam rentáveis e estabelecidas em ambiente regulatório estável e transparente. Trata-se, portanto, de uma agenda de aprimoramentos institucionais, com vista a desatar o duplo nó da extrema dependência dos recursos públicos para os investimentos em infraestrutura.