

# O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil: comentários

Fernando Rugitsky\*

Entre as passagens mais provocativas de *The Strategy of Economic Development*, o livro clássico que Albert Hirschman publicou em 1958, está aquela em que ele recomenda uma política de desenvolvimento que priorize os investimentos em atividades diretamente produtivas no lugar dos investimentos em infraestrutura (1958: 83-97). No seu elogio às estratégias de crescimento desequilibrado, a escassez de infraestrutura é mais benéfica do que o seu excesso, uma vez que gera incentivos a novos investimentos e mobiliza assim a frágil capacidade decisória dos países subdesenvolvidos. Otimista incorrigível, Hirschman ressalva, contudo, que há limites para tal estratégia e que uma escassez excessiva de infraestrutura pode se tornar um dos maiores obstáculos ao progresso econômico.

É comum no Brasil o diagnóstico de que estamos nessa situação, em que a precariedade da infraestrutura representa um obstáculo efetivo ao crescimento, impondo custos elevados de transporte, energia e comunicação.<sup>1</sup>A principal contribuição do artigo “O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil”, de Cláudio Frischtak, Katharina Davies e Júlia Noronha, consiste em fornecer um mapeamento relativamente detalhado do investimento em infraestrutura realizado entre 2007 e 2014 no Brasil, um ponto de partida imprescindível para o debate sobre o problema da precariedade e suas possíveis soluções. As séries de dados construídas por Frischtak, Davies e Noronha apresentam o investimento desagregado por setores, isto é, transporte (desagregado, por sua vez, em seus principais modais), energia elétrica, telecomunicações e saneamento (Quadros 3 e 4), além de apresentá-lo também desagregado pela instância, pública ou privada, que o realizou, desmembrando ainda a instância pública em governo federal, empresas estatais federais e empresas estaduais e autarquias (Quadro 6). Adicionalmente, é apresentada, para 2014, a origem dos recursos que financiaram o investimento em cada um dos setores, distinguindo entre governo federal, governos estaduais, BNDES, Caixa Econômica Federal, o fundo de investimento vinculado ao FGTS, empréstimos, debêntures, fundos de investimento e participações e capital próprio (Quadros 10 e 12).

Além de oferecer esse panorama muito informativo, o artigo em questão defende uma agenda de reformas que visam a elevar significativamente o volume de investimentos no setor. Cálculos do Banco Mundial, citados no texto (p. 7), sugerem que seria ne-

---

\* Departamento de Economia – FEA-USP. E-mail: rugitsky@usp.br

1 A importância da infraestrutura vai muito além do crescimento econômico, é claro. Seu efeito sobre a reprodução das desigualdades é evidente. No caso do saneamento no Brasil, onde ainda há um incrível percentual de domicílios sem acesso a esgoto e água tratada, isso é particularmente claro.

cessário investir 3% do PIB em infraestrutura apenas para compensar a depreciação do capital fixo *per capita*, enquanto o investimento médio entre 2001 e 2014 representou 2,18% do PIB (p. 24). Dispersas no artigo, encontram-se diversas propostas de cunho liberal para enfrentar a necessidade de aumento do investimento, que envolvem desde a política fiscal até o papel das agências reguladoras.<sup>2</sup> Mas o foco da agenda defendida está relacionado ao financiamento privado do investimento em infraestrutura, sendo que “o deslocamento progressivo dos bancos públicos e um papel de maior centralidade do mercado de capitais, bancos comerciais e de instituições seguradoras” (p. 8) são vistos como objetivos cruciais.

Concretamente, as propostas dividem-se em um conjunto voltado a estimular o crédito bancário de longo prazo e outro destinado a fortalecer o mercado de títulos privados. No seu todo, elas constituiriam, nas palavras dos autores, “uma verdadeira reforma do Estado” (p. 44). Algumas delas parecem-me, de fato, cruciais como a necessidade de reduzir o percentual da dívida pública com remuneração pós-fixada (p. 50), cujos efeitos negativos sobre o mercado de títulos e, por meio dele, sobre a eficácia da política monetária são conhecidos. Em vez de examinar cada uma das propostas, no entanto, optarei por discutir em termos mais gerais a aposta em reduzir o papel do investimento e do financiamento públicos e substituí-los pelo investimento e pelo financiamento privados.

Essa aposta não pode ser considerada nem de longe óbvia, tendo em vista as dificuldades em viabilizar a participação privada no investimento em infraestrutura. A natureza específica do setor é seguidamente ressaltada por Frischtak, Davies e Noronha, que ressaltam a longa duração das obras e a demora para gerar receitas (p. 8) – que complicariam a participação de bancos comerciais dado o descasamento de prazos entre seus passivos e seus ativos (p. 10) –, a atratividade econômica potencialmente baixa (p. 30) e retornos que tendem a ser moderados (p. 49). Essas dificuldades, que os próprios autores admitem ser “não triviais” (p. 30), resultam na prevalência do investimento público nesse setor, na grande maioria dos países (p. 30).

No caso particular do Brasil, o artigo sugere que a passagem do PAC (Plano de Aceleração do Crescimento), lançado em 2007, ao PAC 2, de 2011, indica que tais dificuldades podem ser superadas. Enquanto a premissa do PAC era “que caberia ao Estado liderar esse processo [impulsionar os investimento em infraestrutura] por meio de uma rápida ampliação dos investimentos públicos” (p. 28), a “inflexão relevante” representada pelo PAC 2 consistiu em colocar “a empresa privada no fulcro da execução dos

---

2 “Superá-la [a defasagem de investimento em infraestrutura] irá demandar mudanças que vão além da decisão do governo de ter o setor privado como principal protagonista desse processo, como deseja não apenas o governo federal como as demais instâncias. Envolve, no plano fiscal, uma reforma que leve a um aumento decisivo da poupança pública e maior disciplina nas contas públicas; na dimensão regulatória, a despartidarização das agências e sua maior autonomia; e no âmbito do financiamento, o deslocamento progressivo dos bancos públicos e um papel de maior centralidade do mercado de capitais, bancos comerciais e de instituições seguradoras, dentre outros.” (p. 8)

investimentos” (p. 29). Tal inflexão, sugerem os autores, teria sido bem sucedida, haja visto que “os investimento privados se ampliam de maneira sistemática no pós-crise até 2014” (p. 29).

Essa afirmação seria ainda corroborada pelos dados do Quadro 6, que mostram que os investimentos privados em infraestrutura aumentaram sua participação percentual no PIB de 1,12%, entre 2007 e 2010, para 1,20%, entre 2011 e 2014, ao mesmo tempo em que se observou uma pequena redução na participação percentual do investimento público. O investimento total no setor, conseqüentemente, teria se elevado de 2,17% do PIB no segundo governo Lula para 2,24% no primeiro governo Dilma.

Outros autores já haviam notado essa inflexão ocorrida em 2011 (Serrano e Summa, 2015). Levando em consideração o investimento público total, não apenas aquele em infraestrutura, Sérgio Gobetti e Rodrigo Orair (2015: 24) calculam que ele aumentou, em termos reais, 21,4% ao ano entre 2007 e 2010 e caiu 0,5% entre 2011 e 2014. Ao mesmo tempo, os subsídios, que haviam se reduzido 7,8% ao ano no segundo governo Lula, cresceram 26,4% no primeiro governo Dilma. A inversão não poderia ser mais clara. No entanto, seu efeito benéfico de estimular o investimento privado, sugerido por Frischtak, Davies e Noronha, é mais questionável. Os dados de participação percentual no PIB, citados acima, expressam evidentemente não apenas a trajetória do investimento mas também a forte desaceleração do crescimento observada entre os dois períodos. Se calcularmos as taxas de crescimento real do investimento em infraestrutura a partir do Quadro 6 (ver Tabela 1), observamos que houve uma desaceleração de uma taxa média de 14,9% ao ano, entre 2008 e 2010, para uma taxa média de 2,1% entre 2011 e 2014. Tal desaceleração resultou, por sua vez, não apenas da desaceleração do investimento público, mas também da desaceleração do investimento privado, que cresceu em média 10,5% ao ano entre 2008 e 2010 e 7,1% entre 2011 e 2014.

**Tabela 1: Taxas de crescimento médias do investimento em infraestrutura no Brasil**

		2008-2010	2011-2014
Governo Federal (A)	Taxa nominal	37.29	-1.96
	Taxa real (Deflator implícito do PIB)	27.69	-9.69
	Taxa real (IPCA)	30.87	-8.05
Empresas Estatais Federais (B)	Taxa nominal	26.33	7.26
	Taxa real (Deflator implícito do PIB)	17.36	6.98
	Taxa real (IPCA)	20.29	8.99
Empresas Estaduais e Autarquias (C)	Taxa nominal	31.34	15.70
	Taxa real (Deflator implícito do PIB)	22.17	0.55
	Taxa real (IPCA)	25.16	2.38
Investimento Público Total (D=A+B+C)	Taxa nominal	31.84	5.76
	Taxa real (Deflator implícito do PIB)	22.60	-2.05
	Taxa real (IPCA)	25.63	-0.25
Empresas Privadas (E)	Taxa nominal	18.44	13.41
	Taxa real (Deflator implícito do PIB)	10.46	7.13
	Taxa real (IPCA)	13.10	9.11
Investimento Total (F=D+E)	Taxa nominal	23.37	10.36
	Taxa real (Deflator implícito do PIB)	14.91	2.08
	Taxa real (IPCA)	17.70	3.96

*Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do Quadro 6 (p. 28) de Frischtak, Davies e Noronha (2016) e dados do IBGE*

A trajetória do PAC ao PAC 2 talvez indique, ao contrário do sugerido no artigo, que investimentos públicos e privados em infraestrutura são mais complementares do que substitutos. Há evidência de que o investimento público apresenta um multiplicador relativamente elevado, quando comparado aos demais gastos, e que ele parece ser um dos determinantes do volume de investimento privado em máquinas e equipamentos (ver respectivamente, Pires, 2014, e Dos Santos et al., 2016). Assim, ao reduzir os investimentos públicos a partir de 2011, o governo acabou desestimulando o investimento privado.

Os autores poderiam responder a essas ponderações dizendo que, ainda que haja complementaridade, simplesmente não há espaço fiscal para aumentar o investimento público na conjuntura atual. De fato, em várias passagens do texto (pp. 8, 37 e 47, por exemplo), justifica-se a aposta no investimento e no financiamento privados simplesmente pela ausência de alternativas, pelo suposto esgotamento das possibilidades de in-

vestimento e financiamento públicos. No entanto, Gobetti e Orair (2015) mostram que a substancial redução do resultado fiscal primário ocorrida nos últimos anos deveu-se essencialmente à queda de receita, em vez de à expansão das despesas (a taxa de crescimento real média das últimas *reduziu-se* entre o segundo governo Lula e o primeiro governo Dilma). Tal quadro deteriorou-se ainda mais a partir de 2015, quando o ajuste fiscal implementado (concentrado sobre os investimentos públicos), ao acelerar ainda mais a queda da arrecadação, aprofundou a fragilidade fiscal, em um caso típico de austeridade contraproducente. Assim, reduzir ainda mais o investimento e o financiamento públicos, voltados ao setor da infraestrutura, provavelmente não solucionará a situação fiscal e tem inclusive o risco de a agravar.

Há, então, alguma justificativa adicional, no artigo, para apostar no investimento e no financiamento privados? Apenas críticas abstratas ao setor público e um otimismo simétrico em relação ao setor privado podem ser encontrados. A dificuldade em ampliar o investimento em infraestrutura é atribuída, em um caso determinado, a “posição monopolista, constrangimentos políticos e regulatórios, e fragilidade de gestão” (p. 28). Em outra passagem, os investimentos do governo no setor são associados a “desperdício” (p. 56). Já o financiamento privado desempenharia o papel de um “filtro de qualidade”, impondo “disciplina de capital”, “critérios mais rigorosos” e “alocação de riscos sustentável” (p. 32), e “a mão do governo” seria um “substituto imperfeito” a tal filtro (p. 55).

Não há dúvida de que um controle efetivo sobre os investimentos no setor é fundamental, tendo em vista o volume de recursos envolvido e a importância da infraestrutura para a atividade econômica e para a qualidade de vida da população. Tampouco há dúvida de que a gestão pública apresenta inúmeras falhas. Mas comentários como os mencionados acima não me parecem suficientes para demonstrar que o setor privado pode garantir tal controle sobre os investimentos. Outras alternativas, como transparência na definição de prioridades e na elaboração e execução de projetos, garantindo efetivo controle social, são no mínimo igualmente legítimas.

Para além de haver dúvidas sobre a conveniência e viabilidade de apostar no setor privado para assumir o investimento em infraestrutura, incluindo seu financiamento, a agenda de reformas sugerida para o mercado de crédito parece ter como referência um ideal normativo externo, alheio às particularidades da economia brasileira. No entanto, uma extensa literatura tem enfatizado que há uma variedade de arranjos institucionais compatíveis com prosperidade econômica e que reformas institucionais que não levam em conta o contexto locais podem ser contraproducentes (Hall e Soskice, 2001, Berkowitz et al., 2003, Rodrik, 2010). O próprio Hirschman, aliás, construiu sua formulação como uma crítica às teorias do crescimento equilibrado que, segundo ele, buscavam criar de fora um setor industrial moderno, estanque, em economias consideradas atrasadas, sem levar em consideração as potencialidades presentes nelas. A questão da infraestrutura

é, sem dúvida, central para a economia brasileira. Ao contribuir para diagnosticar com detalhes a situação atual, o artigo em debate cumpre um importante papel. Resta, agora, conceber soluções e alternativas que estejam ancoradas nesse diagnóstico.

### **Referências bibliográficas**

BERKOWITZ, Daniel, PISTOR, Katharina, RICHARD, Jean-François (2003). “Economic development, legality, and the transplant effect”. *European Economic Review*, Vol. 47 (1), pp. 165-195.

DOS SANTOS, Cláudio Hamilton, MODENESI, André, SQUEFF, Gabriel, VASCONCELOS, Lucas, MORA, Monica, FERNANDES, Thais, MORAES, Thiago, SUMMA, Ricardo, BRAGA, Julia (2016). “Revisitando a dinâmica trimestral do investimento no Brasil: 1996-2012”. *Revista de Economia Política*, Vol. 36 (1), pp. 190-213.

FRISCHTAK, Cláudio, DAVIES, Katharina, NORONHA, Julia (2016). “O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil: uma agenda para sua expansão sustentada”, *nesta edição*.

GOBETTI, Sérgio, ORAIR, Rodrigo (2015). “Flexibilização fiscal: novas evidências e desafios”. *IPEA Texto para Discussão*, n. 2132.

HALL, Peter, SOSKICE, David (orgs.) (2001). *Varieties of Capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press.

HIRSCHMAN, Albert O. (1958). *The Strategy of Economic Development*. New Haven: Yale University Press.

PIRES, Manoel (2014). “Política fiscal e ciclos econômicos”. *Economia Aplicada*, Vol. 18 (1), pp. 69-90.

RODRIK, Dani (2010). “Diagnostics before prescription”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24 (3), pp. 33-44.

SERRANO, Franklin, SUMMA, Ricardo. (2015). “Aggregated demand and the slowdown of Brazilian economic growth from 2011-2014”. *CEPR Working Paper*.