

VI PRÊMIO DEST DE MONOGRAFIAS

**INVESTIMENTOS PÚBLICOS,
ESTATAIS E POLÍTICA FISCAL:
OS DESAFIOS DO PRÉ-SAL**

**TEMA: EMPRESAS ESTATAIS, DESENVOLVIMENTO E POLÍTICAS
PÚBLICAS NO BRASIL**

Dezembro de 2010

Resumo

Esta monografia trata dos desafios colocados pelas descobertas de petróleo na camada do pré-sal e pelo grande bloco de investimentos em infraestrutura que está em gestação no país e que tem as empresas estatais como protagonista central, seja na execução, seja no financiamento dos projetos. O estudo empreendido mostra, em primeiro lugar, por meio de análises quantitativas, que o ciclo de desenvolvimento da economia brasileira está intimamente relacionado ao ciclo dos investimentos públicos federais no conceito mais amplo, que envolve não só o governo central como também suas estatais. Nesse sentido, a recuperação recente dos investimentos federais, puxada principalmente pela Petrobrás, mas contando também com a intervenção decisiva do Tesouro e do BNDES, coloca a possibilidade de a economia brasileira galgar um salto de qualidade.

O grande problema que se coloca no futuro imediato, entretanto, é a viabilização do financiamento desses investimentos, que deve envolver tanto aperfeiçoamentos do regime fiscal brasileiro quanto dos instrumentos para-fiscais que estão por trás, por exemplo, dos investimentos realizados em parceria com o setor privado por intermédio das Sociedades de Propósito Específico (SPE's). Uma das conclusões principais do estudo é a necessidade de viabilizar uma estrutura de financiamento que concilie tanto a expansão dos investimentos no setor de petróleo e gás quanto nas demais infraestruturas sociais e econômicas necessárias à prevenção da chamada doença holandesa.

Nesse sentido, a definição de uma política adequada para administrar as rendas do petróleo será fundamental tanto para reduzir as restrições à expansão dos investimentos diretamente executados pelo governo quanto para financiar os investimentos realizados por SPE, via fundo social ou soberano.

Introdução

As recentes descobertas de petróleo na camada do pré-sal, lideradas por uma empresa estatal de porte multinacional, abrem enormes perspectivas de desenvolvimento para a economia brasileira, dada a magnitude potencial da riqueza submersa na nossa plataforma continental. Mas sua concretização vai requerer a mobilização de significativa soma de recursos para financiar tanto as atividades de extração quanto os investimentos em capital humano e infraestrutura econômica e social necessários para livrar o país do fantasma da maldição dos recursos naturais ou, mais especificamente, da chamada “doença holandesa”.¹

Diante deste quadro, a grande questão que se coloca é quem e como financiar estes investimentos. A decisão do governo de criar o regime de partilha, reservar a Petrobrás pelo menos 30% de participação dos contratos a serem licitados e capitalizar a estatal, como recentemente feito, indicam que o Estado terá um papel determinante nessa estratégia. Mas como viabilizá-la financeiramente, principalmente sabendo que a renda a que o governo e a Petrobrás terão direito pela extração do petróleo é uma poupança ex-post e que o setor público brasileiro vive sob permanente restrição fiscal?

A resposta não é simples, mas esta monografia busca contribuir com análises e reflexões sobre o papel que as estatais (e os investimentos públicos no sentido mais amplo²) têm a cumprir na atual fase de desenvolvimento econômico brasileiro,

¹ A doença holandesa é um caso particular de maldição dos recursos naturais e baseia-se na teoria de que um aumento de receita decorrente da exportação de recursos naturais irá desindustrializar uma nação devido à valorização cambial, que torna o setor manufatureiro menos competitivo aos produtos externos. O modelo econômico clássico que descreve a doença holandesa foi desenvolvido pelos economistas W. Max Corden e J. Peter Neary em 1982, mas é de Sachs e Warner (1995, 1997) o estudo empírico mais conhecido sobre o assunto.

² No sentido mais amplo porque, pelo Sistema de Contas Nacionais, o investimento público é aquele realizado apenas pelas administrações públicas, ou seja, pelos governos central e regionais, excluindo as empresas estatais.

sobre a particularidade dos desafios colocados pelo pré-sal e sobre o arcabouço fiscal-financeiro mais adequado para enfrentá-los.

Preliminarmente, é importante observar que a estratégia adotada pelo governo brasileiro para explorar o pré-sal se assemelha muito àquela empreendida com muito sucesso pela Noruega. Embora o país nórdico adote formalmente um regime de concessão, suas características se assemelham muito ao regime de partilha instituído no Brasil, seja porque o governo norueguês tem o poder de decidir quem são as empresas que participam dos contratos (que no caso do Brasil será decidido por leilão), seja porque sua estatal (a Statoil, de capital aberto como a Petrobrás) é geralmente quem opera as atividades de extração. Além disso, o Estado norueguês cobra 78% de imposto sobre o lucro das empresas e, desde 1985, tem uma parcela direta de participação em vários campos de petróleo, primeiramente por meio de um direito de propriedade (o SFDI) e mais recentemente por meio de uma empresa que administra seus interesses (a Petroro, que inspirou a criação da Petrosal no Brasil).

Com isso, o modelo norueguês não só garante ao Estado o controle sobre boa parte da produção de petróleo, como também uma fatia significativa da renda econômica dela derivada. Isso sem afastar o capital privado das grandes companhias petrolíferas internacionais, que participam como parceiras de praticamente todos os contratos.

Segundo Stiglitz (2007, p.30), “a história da Noruega é importante porque destrói a pedra de toque de que a eficiência e a maximização de bem-estar podem ser obtidas apenas através de privatização”.³ Na prática, a experiência da Petrobrás

³ Por privatização, Stiglitz se refere à completa transferência de capital ao setor privado.

indica que o Brasil também parece trilhar o mesmo caminho de sucesso no que se refere “ao processo de abertura controlado pelo Estado”, mas os maiores desafios colocados pelo pré-sal ainda estão por ser enfrentados e devem exigir um arranjo macroeconômico bem mais complexo do que o da Noruega.

Essa maior complexidade decorre não só do estágio de desenvolvimento da economia brasileira (em consolidação), como também da estrutura do Estado e da federação brasileira, que restringem e ao mesmo tempo exigem muito mais da nossa política econômica. A dívida pública brasileira, por exemplo, que constitui um canal importante para o financiamento tanto do setor público quanto do setor privado, dado o grau de racionamento de crédito de longo prazo no Brasil, é da ordem de 40% do PIB e apresenta uma dos maiores custos de rolagem do mundo, com uma taxa de juros implícita de 14% ao ano.⁴

Isso significa que toda a arquitetura financeira que o governo brasileiro tem buscado construir para dar suporte tanto a Petrobrás quanto a outros investimentos do setor produtivo (via endividamento público) está alicerçada num subsídio implícito alto em valor e em proporção. Este custo, diluído na conta de juros nominais líquidos do setor público, reduz os graus de liberdade da política fiscal primária, ou seja, aquela que financia diretamente os investimentos públicos.

Em resumo, pode-se dizer que, dada o atual regime fiscal e monetário, o financiamento público à expansão dos investimentos da Petrobrás e do setor privado impõe ao governo federal limites para a expansão do seu próprio investimento direto.

⁴ Vide taxa implícita da dívida líquida do setor público reportada mensalmente pelo Banco Central (Quadro XIV na Nota de Política Fiscal).

Qual a relevância disto? É que o governo, para evitar os males que acometem as nações ricas em recursos naturais, como a atrofia de segmentos econômicos tradicionais e até mesmo a piora de indicadores sociais, precisa ter uma política robusta de investimentos de longo prazo em capital humano e outras infraestruturas econômicas e sociais fundamentais para o crescimento econômico (Sachs, 2007). No caso do Brasil, como veremos, estes investimentos não só estão em patamar relativamente baixo como dependem fortemente do governo.

Portanto, não basta equacionar uma parte do problema, que é alavancar os investimentos nas atividades de extração, sem simultaneamente garantir a continuidade do processo de recuperação dos investimentos eminentemente públicos. Nesse sentido, o regime fiscal brasileiro precisa ser melhor pensado de modo a eliminar definitivamente os obstáculos que possam existir para a expansão dos gastos em infraestrutura econômica e social, do mesmo modo que o governo vem trabalhando para eliminar os obstáculos para os investimentos da Petrobrás e da Eletrobrás, com sua exclusão das metas de superávit primário.

Nesse sentido, tratar dos desafios do pré-sal significa, entre outros, tratar do papel que os investimentos públicos e estatais têm a cumprir para o desenvolvimento da economia brasileira. Essa monografia está estruturada em quatro seções. A próxima seção realiza uma análise histórica do investimento público em geral e, mais particularmente, das empresas estatais na economia brasileira. As duas seções seguintes analisam a retomada recente e o cenário futuro dos investimentos públicos, procurando destacar os desafios relacionados ao seu financiamento. Por fim, é analisado o papel que os recursos do pré-sal podem desempenhar no financiamento do bloco de investimentos em infraestrutura necessários e na construção de uma estratégia de desenvolvimento para o país.

1. Investimento público federal na economia brasileira (1947-2003): ascensão e declínio

É possível identificar dois momentos marcadamente distintos na trajetória do investimento público federal (incluindo aquele realizado por intermédio das estatais) na economia brasileira do pós-Guerra. O primeiro é de uma tendência ascendente que atingiu seu auge na segunda metade da década de 1970. O segundo movimento é de declínio da taxa de investimento, que persistiu até o início dos anos 2000. As duas trajetórias podem ser observadas no gráfico 1, que mostra os componentes de tendência extraídos das séries dos investimentos públicos federais em proporção do Produto Interno Bruto (PIB).⁵

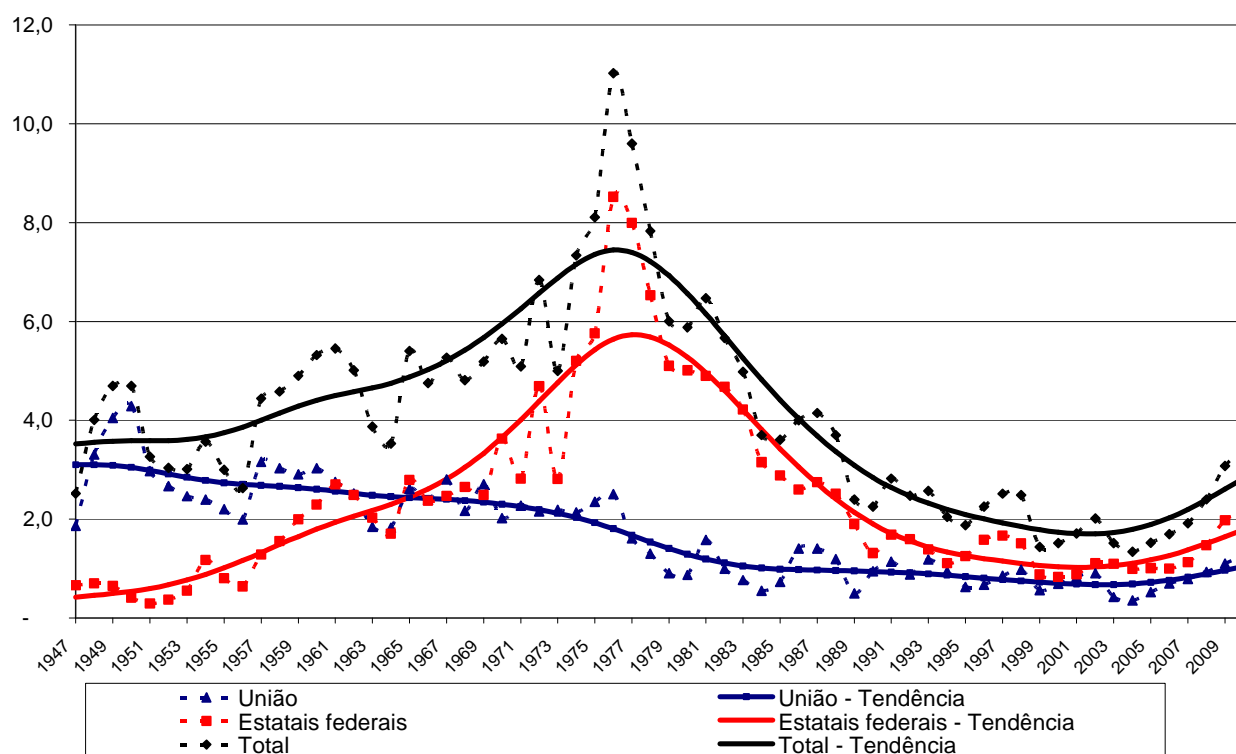
A hipótese desta análise é que a evolução histórica do investimento público reflete o modelo de desenvolvimento da economia brasileira e o seu padrão de intervenção estatal correspondente. Dito de outra maneira, a trajetória do investimento público federal no pós-Guerra se confunde com o ciclo de ascensão e declínio do modelo de desenvolvimento com o Estado intervencionista.

Durante a ascensão do modelo desenvolvimentista (1930-1979), houve o amadurecimento da industrialização com base no processo de substituição de importações, iniciado ainda na década de 1930. Deve-se destacar, como subjacentes a este modelo, a função do Estado intervencionista de atuar enquanto condutor do processo e, mais especificamente, do investimento público de estar à

⁵ O gráfico 1 mostra a razão entre o investimento público federal e o PIB a preços constantes (ou em volumes), utilizando-se os respectivos deflatores da formação bruta de capital fixo e do PIB, de maneira a desconsiderar os efeitos das variações dos preços relativos sobre a taxa de investimento. Consideram-se os investimentos federais realizados diretamente pela União, suas transferências de capital para estados e municípios e os investimentos das empresas estatais federais. Por indisponibilidade de dados, o período anterior a 1980 não inclui as transferências de capital da União para estados e municípios, o que cria uma descontinuidade na série e subestima a queda dos investimentos da União desde 1980. Ressalte-se que esta é apenas uma das dificuldades de se traçarem comparações em períodos tão longos sujeitos às diversas mudanças nas metodologias de estimação. As tendências apresentadas, obtidas utilizando-se o filtro de Hodrick-Prescott, corroboram os resultados obtidos por Ferreira (1996).

frente da demanda, promovendo a transformação estrutural e o crescimento econômico. Coerentemente com estas funções, foi sendo constituído o aparato do Estado desenvolvimentista, que inclui as estruturas centralizadas de planejamento, os mecanismos setoriais de coordenação, as estruturas de subsídios e financiamentos dos investimentos e o setor produtivo estatal.⁶

GRÁFICO 1
Investimentos públicos federais de 1947 até o primeiro semestre de 2010
 (Em % do PIB)



Fonte: Balanços da União da Secretaria do Tesouro Nacional (STN); Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (Siafi); Orçamento de Investimento das Empresas Estatais do Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (DEST); e Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
 Obs.: As tendências foram extraídas pela aplicação do filtro Hodrick-Prescott.

⁶ Com destaque para a constituição da CSN (1941), CVRD (1942), Usiminas (1956), Petrobras (1953), Embraer (1969) e a consolidação das *holdings* setoriais Eletrobrás (1962) e Telebrás (1972). Em relação aos mecanismos de financiamentos, destaquem-se a criação do BNDE em 1952 (atual BNDES), que ainda hoje é o principal agente de financiamento dos investimentos, e as vinculações orçamentárias para infraestrutura com recursos de fundos específicos ou dos impostos únicos (combustíveis, energia e comunicações). A função de coordenação foi desempenhada principalmente por estatais como a Portobrás, Eletrobrás, RFFSA, Infraero e Telebrás.

Durante o período desenvolvimentista, coube, por um lado, ao capital público a responsabilidade pelas grandes obras de infraestrutura e a oferta de insumos básicos. Por outro lado, o capital privado nacional assumiu prioritariamente as indústrias mais intensivas em mão de obra, e o capital estrangeiro aquelas mais intensivas em capital e tecnologia, configurando-se o tripé do modelo desenvolvimentista. Na primeira fase da ascensão do desenvolvimentismo (até os primeiros anos da década de 1960), o investimento público foi orientado para a infraestrutura de transportes, energia e indústrias de base. O processo de proliferação das empresas estatais se iniciou neste período, mas os investimentos diretos da União ainda predominavam em relação aos das estatais federais, como pode ser observado no gráfico 1.

Na segunda fase do período de ascensão do modelo desenvolvimentista (após o golpe militar de 1964), a intervenção estatal foi ganhando mais complexidade e a atividade empresarial do governo se aprofundando. O investimento das empresas estatais federais passou a ser o principal componente da taxa de investimento público. Seu crescimento ocorreu com ampliação considerável do escopo de atuação para setores de atividades não tradicionais, o que não significa que os investimentos em infraestrutura econômica tenham deixado de receber elevados montantes, mantendo-se uma continuidade em relação ao período anterior, responsável pela constituição de uma infraestrutura relativamente complexa e integrada de transportes, energia e telecomunicações.⁷

⁷ Basta notar que a malha rodoviária federal pavimentada saiu de 8.675 km, em 1960, para 47.487 km, em 1980, crescendo lentamente até alcançar 56.097 km em 2001, conforme DNER (2001) *apud* Ipea (2010). Datam também deste período o início das grandes obras de energia elétrica, como a construção de Itaipu (1971) e da usina nuclear de Angra 1 (1972). A exceção é o transporte ferroviário, que observou sucateamento e declínio da extensão da malha, reflexo da opção do modelo brasileiro por priorizar o transporte rodoviário enquanto mecanismo de integração e estímulo à indústria de transformação (ao menos desde o Plano de Metas do Governo Juscelino Kubitschek de 1956).

O auge do modelo desenvolvimentista ocorreu no final da década de 1970, quando, após o primeiro choque do petróleo (1973), o governo militar adotou a estratégia de “fuga para frente”, diante da reversão das condições benignas do cenário internacional, conforme aponta Fiori (2003). O objetivo da estratégia era realizar um ajuste estrutural que reduzisse a dependência energética do país, completasse sua matriz industrial e, conseqüentemente, dotasse o país de mecanismos endógenos de crescimento. O resultado foi um grande conjunto de medidas voltadas para a promoção dos investimentos na produção de insumos básicos, bens de capital e, sobretudo, energia. Entre as medidas, pode-se destacar o uso das tarifas e preços das empresas estatais como mecanismos de subsídio ao setor privado e a reorientação das fontes internas de financiamento do investimento para o capital privado, incumbindo-se às empresas estatais o papel de captar recursos nos mercados externos necessários ao financiamento do balanço de pagamentos. Neste período, iniciou-se o processo de estatização da dívida externa, analisado por Davidoff Cruz (1984).⁸

O período de ascensão do modelo de desenvolvimento com o Estado intervencionista (1930-1979), no qual o investimento público federal desempenhou um papel decisivo, foi caracterizado por elevado dinamismo econômico e alteração substancial da estrutura produtiva. A economia brasileira cresceu à segunda maior taxa média anual do mundo e se transformou de uma estrutura eminentemente agrária em uma estrutura produtiva diversificada e de alta produtividade em seus segmentos modernos. No entanto, 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.

⁸ Frise-se que este processo se iniciou em um período de elevada liquidez no mercado internacional.

Mantiveram-se, assim, as características estruturais do subdesenvolvimento, como a exclusão social, ausência de núcleos endógenos de geração de progresso técnico e vulnerabilidade externa, características que persistem até os dias atuais.

A fase de declínio do modelo de desenvolvimento teve início na virada da década de 1980, com a recessão mundial (após o aumento das taxas de juros americanas) e a crise da dívida externa dos países latino-americanos. O enfrentamento da crise exigiu um ajuste radical da economia brasileira, que de absorvedora de recursos externos converteu-se em transferidora líquida, via geração de mega superávits na balança comercial. Este ajuste externo se refletiu no desajuste interno da economia, materializado na desaceleração econômica e na elevada volatilidade macroeconômica.

Uma das repercussões mais imediatas do desajuste foi na forma de profunda crise das finanças públicas. As finanças do Estado brasileiro, que já se encontravam em situação de fragilidade, foram impactadas pelo esgotamento das fontes externas voluntárias de recursos, a estatização (e posteriormente internalização) da dívida externa, a ampliação das despesas financeiras e a queda das receitas em decorrência do estreitamento das bases tributárias causado pela própria crise.⁹

Por um lado, a falência do setor público desordenou sua capacidade de ser um elemento ativo na dinâmica econômica. Por outro lado, a volatilidade macroeconômica e a própria crise das finanças públicas impuseram uma reorientação dos objetivos prioritários da política econômica, que, ao longo das décadas de 1980 e 1990, se voltaram à busca da estabilidade monetária e das

⁹ Na década de 1980, foi aprofundado o processo de *estatização da dívida externa*, no qual a ampliação do endividamento externo ocorreu diante da crescente participação do setor público na captação e refinanciamento dos passivos externos e da transferência de dívidas originalmente contraídas pelo setor privado junto às autoridades monetárias, como abordado em Davidoff Cruz (1984).

condições de solvência do setor público. É importante destacar o papel decisivo das empresas estatais na operacionalização destas políticas econômicas, por meio do endividamento externo para captar recursos necessários ao financiamento do balanço de pagamentos (na década de 1970), contenção de preços e tarifas como instrumento das políticas antiinflacionárias (principalmente na década de 1980) e ainda geração de superávits primários expressivos para o ajuste fiscal do setor público (com destaque nas décadas de 1990 e 2000).

Este quadro de desarticulação do padrão de financiamento do setor público, crise das suas finanças e reorientação da política econômica impôs uma série de estrangimentos ao investimento público.¹⁰ Conforme mostrado no gráfico 1, a taxa de investimento público federal apresentou uma tendência de queda desde 1980, causada principalmente pela redução dos investimentos das estatais.

Simultaneamente, abriu-se espaço para um debate sobre a incapacidade do Estado de realizar os investimentos necessários e promover o crescimento econômico. O diagnóstico liberal tomou força ao atribuir o fraco desempenho econômico da década 1980, em termos de baixo crescimento e hiperinflação, às deficiências do modelo de desenvolvimento com o Estado interventor. Em decorrência, as políticas de ajuste estrutural começaram a ser executadas mediante o apoio das instituições multilaterais, como o Banco Mundial (Bird) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) na direção do estabelecimento de um modelo de crescimento liberal e da redefinição da intervenção estatal.

O processo de privatizações (venda de ativos públicos, concessões e permissões ao setor privado) constitui uma das peças centrais deste projeto, tendo como objetivos declarados o saneamento das contas públicas, a retomada do

¹⁰ Em particular, a inauguração do regime de metas de superávit primário, em 1999.

investimento e a modernização da infraestrutura.

Não caberia neste estudo analisar detalhadamente as políticas estruturais de abertura dos mercados e suas conseqüências sobre a dinâmica da economia brasileira. Mas apenas destaque-se que as reformas liberais aprofundaram o progressivo desmonte do aparato do Estado desenvolvimentista, que, no período anterior, dera suporte à expansão dos investimentos públicos. O desmonte envolveu desde a imposição de restrições às políticas discricionárias, a supressão das estruturas centralizadas de planejamento e das vinculações orçamentárias aos investimentos em infraestrutura, até a privatização de parte considerável do setor produtivo estatal.

O processo de privatização no Brasil foi amplo e rápido. Sua primeira fase (concentrada nos primeiros anos da década de 1990) priorizou determinados setores da indústria extrativa mineral e de transformação (fertilizantes, siderurgia e química). Na segunda fase (sobretudo após a metade da década de 1990), houve um avanço significativo do capital privado em segmentos importantes da infraestrutura, como os serviços de telecomunicações, totalmente privatizados, a área de distribuição de energia elétrica, os transportes e o setor petrolífero.¹¹

O avanço do setor privado durante a década de 1990, por sua vez, não se refletiu em um aumento dos investimentos em infraestrutura capaz de compensar o declínio nos gastos do setor público. Os investimentos privados do período foram basicamente dirigidos à transferência (alienação) de ativos e sua modernização, com poucos efeitos sobre a expansão da capacidade de oferta dos serviços de

¹¹ Destacam-se: privatização da Usiminas (1991), CSN (1993), Embraer (1994) e CVRD (1997); subdivisão e venda dos ativos da Telebrás (1997), de 15 distribuidoras de energia elétrica estaduais, Light, Escelsa, e geradora Gerasul; concessão de linhas de transmissão elétrica (1996-2002); desestatizações da malha ferroviária da RFFSA (1996-1997); exploração de terminais e áreas portuárias (após 1998); concessões de 4.763 km dos 56.097 km de rodovias federais (até 2001); e quebra do monopólio estatal do petróleo da União (1997).

infraestrutura, segundo apontado em Bielschwovsky (2002). De maneira geral, houve aprofundamento da tendência de declínio dos investimentos em infraestrutura, que já vinha desde a década de 1980.¹²

De acordo com o exposto, pode-se sintetizar alguns dos principais determinantes da tendência de queda progressiva na taxa de investimento público federal, mostrada no gráfico 1, que se observou desde a virada da década de 1980 até o início dos anos 2000. Primeiramente, a falência do setor público e a reorientação dos objetivos da política econômica impuseram constrangimentos ao investimento. Em segundo lugar, o progressivo desmonte do aparato do Estado desenvolvimentista voltado ao investimento público, com destaque para o processo de privatização, que transferiu a responsabilidade de parte considerável dos investimentos para a iniciativa privada.

A queda dos investimentos públicos penalizou principalmente aqueles voltados à infraestrutura, não compensados pelos investimentos privados. A incapacidade de se alocarem recursos na manutenção e expansão da infraestrutura do país ficou explícita com a crise elétrica dos anos 2001-2002, que coincidem com os níveis mais baixos da tendência da série histórica do investimento público federal¹³ no gráfico 1. Por outro lado, a queda dos investimentos em infraestrutura contribuiu para o reduzido crescimento econômico do período, recolocando gargalos ao crescimento e prejudicando a competitividade sistêmica.¹⁴

¹² De acordo com os dados de Bielschwovsky (2002), o investimento em infraestrutura foi em média 5% do PIB na década de 1970, 3,6% em 1980 e manteve o declínio até alcançar 2,6% no início dos anos 2000. Nos segmentos de energia elétrica e transportes, observou-se queda progressiva no mesmo período. A principal exceção foi o segmento de comunicações, que passou de 0,8% do PIB nos anos 1970 para 0,4% nos 1980, e 1,1% no ano de 2000.

¹³ O ano de 2001 foi o de menor taxa de investimento das estatais na série histórica, enquanto 2003 foi o de menor investimento da União.

¹⁴ Segundo Carneiro (2007), as décadas de 1980 e 1990 podem ser tratadas como um período homogêneo em termos de dinamismo produtivo-tecnológico, quando se mantiveram as tendências básicas do padrão de

2. A retomada recente e o cenário de curto e médio prazo do investimento público federal

Como pôde ser observado no gráfico 1, mostrado na seção anterior, existem evidências claras de uma nova inflexão da trajetória da taxa de investimento público federal no Brasil, que apresentou crescimento no período mais recente e tende a se aprofundar nos próximos anos. Nessa seção procuraremos mostrar alguns dos fatores estruturais que estão por trás dessa inflexão e seu papel para o modelo de desenvolvimento econômico do país.

Em primeiro lugar, é importante observar que a retomada dos investimentos públicos está vinculada a um movimento mais geral de expansão da taxa de investimento da economia brasileira. A FBCF vem crescendo acima do PIB desde 2003, com uma breve oscilação conjuntural durante o período da crise internacional. Nesse contexto, BNDES (2010, cap. 1) identifica um robusto ciclo de investimento na indústria e na infraestrutura desde 2004 e um cenário extremamente favorável para os investimentos e o crescimento da economia brasileira nos próximos anos.¹⁵ Os números mostrados no gráfico 2 e na tabela 1 foram formulados com base no cenário do BNDES para o período 2010-2014 (ver BNDES, 2010), cujas perspectivas são de que a FBCF possa alcançar 22% no ano de 2014 e que a economia atinja uma taxa de crescimento na faixa de 5,0% a 6,0% ao ano no período de 2010 a 2014.

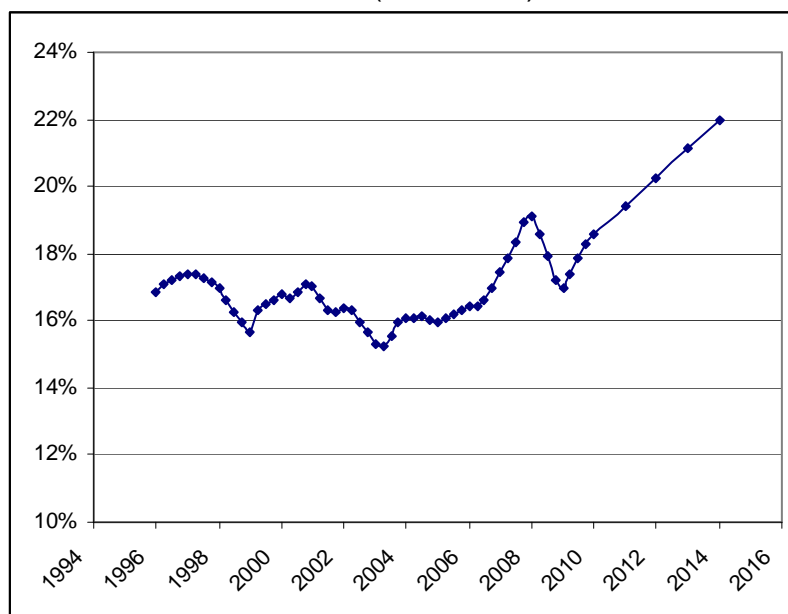
crescimento como a volatilidade macroeconômica (apesar da estabilização dos preços) e o baixo dinamismo da economia brasileira – em particular, do investimento.

¹⁵ Segundo a própria publicação IBGE (2010, cap. 3), o ciclo de investimento teve início nos setores de petróleo & 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 seqüência, 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, destacam-se a expansão de setores como os de bens de consumo durável, sobretudo veículos automotores, e os investimentos em infraestrutura, com grandes projetos em geração de energia elétrica, ferrovias e rodovias.

Entre os eixos do crescimento econômico nesse período está, por um lado, o dinamismo do mercado interno brasileiro diante do crescimento do consumo das famílias sustentado pela geração de emprego e ampliação do crédito. Por outro lado, o BNDES identifica um massivo bloco de investimentos esperados para os próximos anos e que, se confirmados, totaliza um montante de cerca de R\$ 1,3 trilhão no período de 2010 a 2013, 55% superior ao investido em 2005-2008.

Gráfico 2.

Cenário da taxa de investimento (FBCF/PIB) na economia Brasileira – 1996-2014.



Fonte: Contas Nacionais do IBGE

Nota: O período de 2010 a 2014 são previsões a partir do cenário dos investimentos de BNDES (2010). Consideram-se valores correntes acumulados em quatro trimestres.

Tabela 1.

Mapeamento dos investimentos pelo BNDES – 2005-2008 e 2010-2013.

Setores	Valores (R\$bilhão)			Contribuição no cresc. (%)	Tx. de crescimento (% a.a.)
	2005- 2008 (A)	2010- 2013 (B)	Cresc. (C) = (B) - (A)	2005-2008 / 2010-2013	2010-2013
Indústria	314	549	235	50%	11,8
Petróleo e gás	160	340	180	38%	16,3
Mineração	53	52	-1	0%	-0,6
Siderurgia	26	51	25	5%	14,8
Química	20	34	14	3%	11,3
Automotivo	23	32	9	2%	6,6
Eletrônica	15	21	6	1%	6,8
Papel e celulose	17	19	2	0%	2,0
Infraestrutura	199	310	111	24%	9,2
Energia elétrica	67	98	31	7%	7,8
Telecomunicaçõ es	66	67	1	0%	0,4
Saneamento	22	39	17	4%	12
Ferrovias	19	56	37	8%	24,2
Transporte rodoviário	21	36	15	3%	11,6
Portos	5	15	10	2%	26
Edificações*	343	465	122	26%	6,3
Total	856	1.324	468	100%	9,1

Fonte: BNDES (2010).

*Inclui as edificações residenciais e comerciais e instalações desportivas (não contém os gastos das famílias com reformas).

Em termos setoriais, o mapeamento dos investimentos do BNDES mostra que as maiores contribuições para a expansão do investimento no período de 2010-2014 virão dos setores de petróleo e gás (38%), de edificações (26%) e de infraestrutura (24%), com destaque nesse último para os grandes projetos de energia elétrica (7%) e ferrovias (8%). Somente a cadeia de petróleo & gás receberá investimentos da ordem de R\$ 340 bilhões, mostrando uma taxa de crescimento esperada de 16,3% ao ano no período de 2010 a 2014. O volume de investimento na infraestrutura, por sua vez, atingirá cerca de R\$ 310 bilhões, com crescimento médio anual de 9,2%.¹⁶

É importante observar que as projeções do cenário do BNDES são compatíveis com aquelas do Plano de Negócios da Petrobrás do período 2010-2014. A magnitude dos números do plano de negócios da Petrobrás também impressiona. A empresa projeta investimentos de US\$ 224 bilhões no período de 2010-2014, sendo aproximadamente 95% no país. Os investimentos no país em produção e exploração de petróleo & gás devem alcançar valores próximos a US\$ 110 bilhões, sendo US\$ 33 bilhões destinados ao pré-sal, como mostrado na tabela 2.

Note-se que a exploração de petróleo & gás no pré-sal ainda se encontra em fase embrionária. A maior parte dos investimentos, bem como do aumento da produção do petróleo nos próximos anos, são referentes ao pós-sal. A produção do pré-sal e o peso dos seus investimentos serão relativamente pequenos no período até 2014. No entanto, passarão a responder por aumentos expressivos na produção e no investimento após 2014, o que tornam ainda mais promissoras as expectativas de longo prazo com relação ao setor de petróleo & gás.¹⁷ Na prática, espera-se uma

¹⁶ Cabe ressaltar que o conceito de infraestrutura utilizado pelo BNDES é um pouco diferente daquele utilizado por IPEA (2010) e na maior parte desse trabalho. Ver o anexo.

¹⁷ No seu último Plano de Negócios, a Petrobrás trabalha com a meta de expansão da produção de petróleo e gás de 2,1 bilhões de barris de óleo equivalente por dia em 2010 para 3,0 bilhões em 2014, sendo somente 241

radical transformação estrutural em que o Brasil se tornará exportador líquido de petróleo e ingressará no seleto grupo de países fornecedores internacionais de petróleo.

Tabela 2.

Projeções de Investimentos no Plano de Negócios da Petrobrás 2010-2014.
Em US\$ bilhões.

Investimentos da Petrobrás	2010-2014	Média anual	Part. no total (%)
Exploração e Produção	118,8	23,76	53,0%
Pré-Sal	33,0	6,6	14,7%
Exploração	27,8	5,56	12,4%
Infraestrutura e suporte	0,9	0,18	0,4%
Desenvolvimento da produção	4,3	0,86	1,9%
Pós-Sal	75,2	15,04	33,6%
Exploração	50,1	10,02	22,4%
Infraestrutura e suporte	11,4	2,28	5,1%
Desenvolvimento da produção	13,7	2,74	6,1%
No Exterior	10,3	2,06	4,6%
Refino, Transporte e Comercialização	73,6	14,72	32,9%
Gás e Energia	17,8	3,56	7,9%
Petroquímica	5,1	1,02	2,3%
Distribuição	2,5	0,5	1,1%
Biocombustíveis	3,5	0,7	1,6%
Corporativo	2,8	0,56	1,3%
No Brasil	212,3	42,46	94,8%
No Exterior	11,7	2,34	5,2%
Total	224,0	44,8	100,0%

Fonte: Petrobrás (2010)

O gráfico 3 consolida as informações anteriores e mostra a trajetória de expansão (em proporção do PIB) e o cenário futuro dos investimentos nos segmentos de infraestrutura, Petróleo & gás e da Petrobrás. O cenário no período de

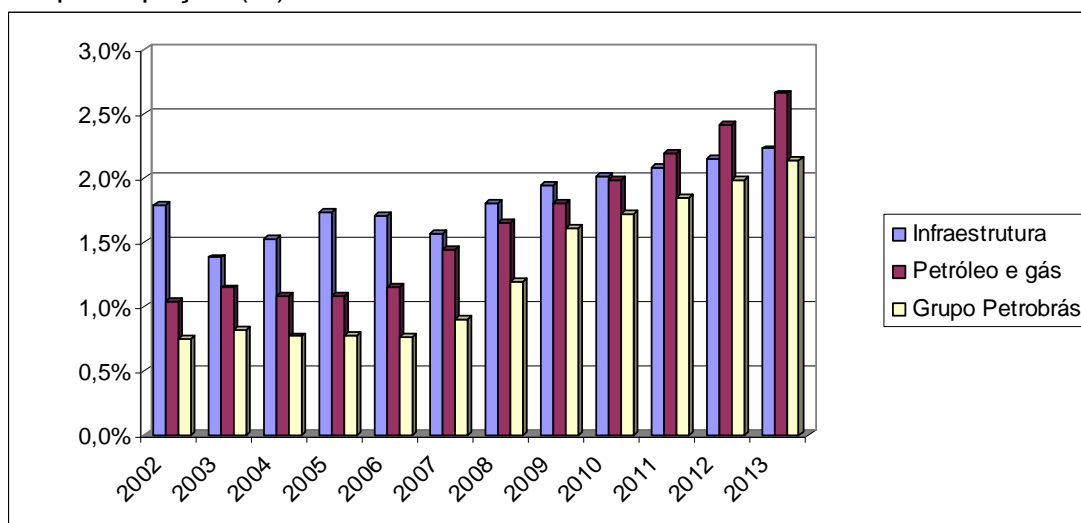
milhões do Pré-Sal. Já no período até 2020, a meta da produção é de 4,0 bilhões de barris, dos quais 1,1 bilhões de barris advindos do Pré-Sal.

2010 a 2013 foi obtido a partir das projeções do BNDES e da Petrobrás. Desnecessário afirmar que esses números são projeções e que, para virem a se confirmar, dependem de uma série de obstáculos que terão de ser enfrentados pela economia e a sociedade brasileira. O que cumpre notar é a existência de um grande bloco de projetos de investimentos exógenos, puxado pelos setores de petróleo & gás e de infraestrutura econômica, que deve amadurecer nos próximos anos e tende a dinamizar o processo de crescimento econômico no país. Também é importante identificar alguns dos principais determinantes desse movimento e desafios a serem superados.

Gráfico 3.

Cenário dos investimentos em infraestrutura, Petróleo & gás e do Grupo Petrobrás – 2002-2013.

Em participação (%) do PIB.



Fonte: Elaboração dos autores com os dados de BNDES (2010), Petrobrás (2010) e Contas Nacionais do IBGE. Nota: Valores calculados a partir dos cenários do BNDES (2010) e do Plano de Negócios da Petrobrás 2010-2014. Os valores em R\$ foram obtidos pela conversão utilizando a taxa de câmbio de R\$/US\$ 1,78 de referência do Plano de Negócios da Petrobrás.

Nesse contexto, um aspecto fundamental do ciclo de investimentos em infraestrutura econômica observado no período atual é a presença do setor público em geral e, de maneira mais específica, das empresas estatais. A retomada do investimento público federal pode ser visualizada claramente nos gráficos 4 e 5. A

taxa de investimento público federal voltou a crescer progressivamente no período recente, mais que dobrando de valores próximos a 1,4% do PIB no início de 2004 para cerca de 3,3% no final de 2010. Este aumento vem ocorrendo nos investimentos da União e, sobretudo, das empresas estatais federais desde 2007.

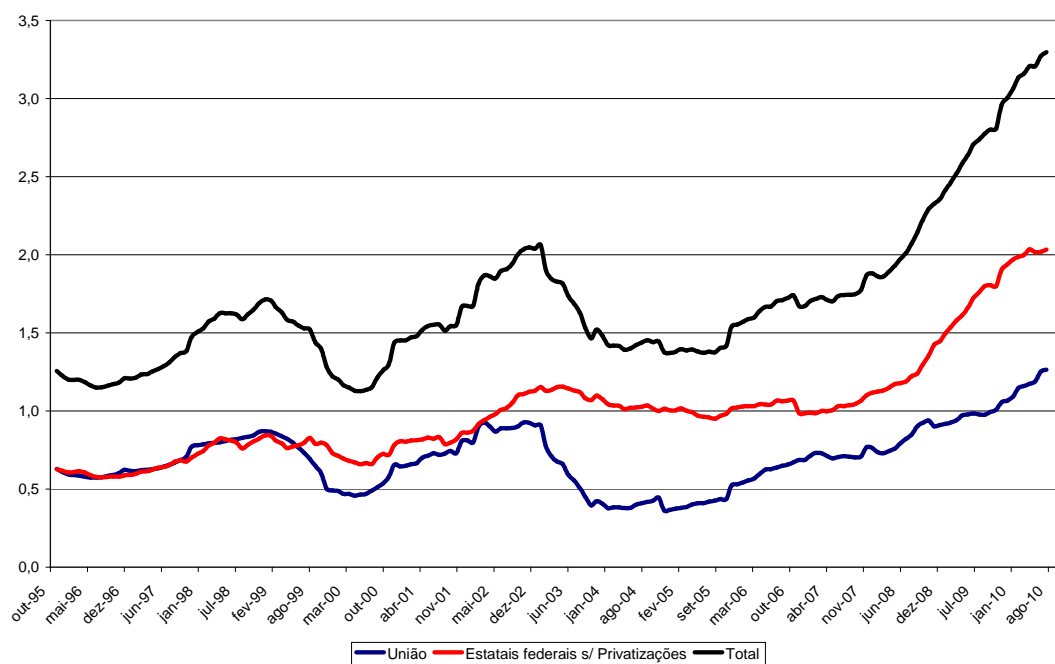
O patamar atual da taxa de investimento público federal é o mais elevado do período pós-Real, sobretudo quando são desconsiderados os investimentos das empresas privatizadas no período, ainda que permaneça abaixo dos níveis alcançados na década de 1980. É a primeira vez nas últimas três décadas que o investimento público federal cresceu por um período superior a três anos consecutivos (em proporção do PIB), com evidências de reversão da tendência e da volatilidade a que esteve sujeito. Outro aspecto importante que pode ser observado no gráfico 4 é a visível queda nos investimentos públicos federais durante os processos de ajuste fiscal nos anos de 1999 e 2003, abortando subitamente as respectivas trajetórias de aumento do investimento do período. O que induz certo receio de que eventuais ajustes fiscais no futuro continuem acompanhados de cortes nos investimentos públicos.

A análise dos gráficos 4 e 5 também permite concluir que o desempenho recente do investimento público federal guarda forte correlação com os investimentos das empresas do Grupo Petrobras. Os investimentos do Grupo Petrobrás, após crescerem na virada do século e terem permanecido relativamente estabilizados em proporção do PIB de 2002 a 2006, dobraram de 0,8% do PIB no início de 2007 para 1,6% em dezembro de 2009. Nesse período, houve forte expansão da empresa e do preço internacional do petróleo.

GRÁFICO 4

Investimentos públicos federais

Em valores correntes acumulados em 12 meses em participação (%) do PIB.



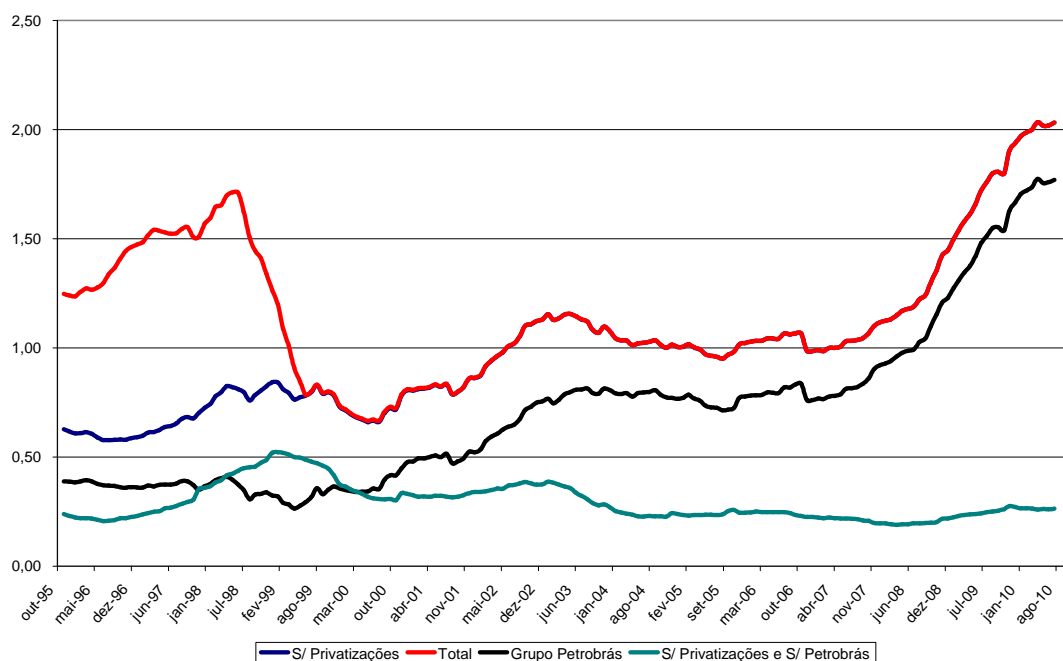
Fonte: Dados do Siafi; Orçamento de Investimentos das empresas estatais do DEST/MPOG; e do indicador mensal do PIB do Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração dos autores.

Obs.: Valores efetivamente liquidados, incluindo-se liquidações de restos a pagar de exercícios anteriores e excluindo a parcela de investimentos inscritos em restos a pagar não-processados e não liquidados efetivamente. Os investimentos da União incluem as aplicações diretas e as transferências de capital da União para estados e municípios. Não foram contabilizados os investimentos das empresas estatais privatizadas no período, sobretudo a CVRD e do Sistema Telebrás.

A aceleração da expansão dos investimentos da Petrobras coincide com o período do anúncio da descoberta de petróleo leve na camada do pré-sal em meados de 2007 e do início das explorações no ano seguinte, além da retirada da Petrobras do cálculo da meta de superávit primário no ano de 2009. As expectativas são de que o país se torne um grande exportador de petróleo e gás natural e, a julgar pelos números do último plano de investimentos da Petrobras, de que os investimentos continuem se expandindo em proporção do PIB no futuro próximo até alcançar 2,1% do PIB em 2014 (ver gráfico 3).

GRÁFICO 5
Investimentos das empresas estatais federais
 (Em % do PIB)



Fonte: Dados do Siafi; Orçamento de Investimentos das empresas estatais do DEST/MPOG; e do indicador mensal do PIB do Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração dos autores.

Obs.: Valores efetivamente liquidados. Os investimentos da União incluem as aplicações diretas e as transferências de capital da União para estados e municípios. Os valores sem privatizações desconsideram os investimentos das empresas estatais privatizadas no período, sobretudo a CVRD e do Sistema Telebrás.

No entanto, é possível também observar uma consistente retomada do investimento público federal, mesmo após separar a influência do Grupo Petrobrás. A tabela 3 mostra uma classificação do investimento público federal que permite analisar sua composição e evolução no período recente.¹⁸ Em termos de composição, deve-se destacar o elevado peso da infraestrutura econômica no total do investimento público federal. Atualmente, o Grupo Petrobras responde por metade do investimento público federal. Após excluir a Petrobras, a infraestrutura econômica (Grupo Eletrobrás e transportes) representa 70% dos investimentos

¹⁸ Os resultados apresentados na tabela 3 são apenas aproximações dos montantes de investimento público pelas diferentes classificações. Devido às dificuldades de mensuração, o período de análise foi restrito aos anos de 2005 a 2009. Ver o anexo sobre a metodologia utilizada e as dificuldades de contabilização.

restantes.

Uma parcela importante corresponde à do Grupo Eletrobrás, que concentra quase a totalidade dos investimentos públicos federais em energia elétrica. À primeira vista, os números da tabela 3 levam a crer que os investimentos do Grupo Eletrobrás se modificaram muito pouco de 2005 a 2007, devido às incertezas após a mudança no marco regulatório do setor elétrico em 2003 ou ao atraso das licitações e projetos em andamento, mas retomaram seu crescimento desde então.

No entanto, esses números escondem o fato de que as subsidiárias da Eletrobrás serão responsáveis pela execução de grandes projetos nas áreas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica. Incluem-se obras de grande porte de geração de energia, em vigor ou planejadas para iniciarem no futuro próximo, como a construção das hidrelétricas do Madeira, Jirau e Santo Antônio, com previsão de recursos de R\$ 20 bilhões, e de Belo Monte, com R\$ 8 bilhões. As subsidiárias da Eletrobrás participam nos consórcios destas obras por meio da Companhia Hidro Elétrica do São Francisco – Chesf (50% de Belo Monte e 20% de Jirau), Eletrosul (20% de Jirau) e Furnas (39% de Santo Antônio); além da Eletronuclear, outra subsidiária da Eletrobrás responsável pela construção da usina nuclear de Angra III, estimada em cerca de R\$ 4 bi.

Acontece que grande parte desses investimentos ocorre por meio de Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs), que são concessionárias dos serviços públicos de infraestrutura e que agrupam empresas públicas e privadas no seu quadro societário, com a empresa pública tendo participação minoritária (ainda que expressiva). Por esse motivo, os investimentos realizados pelas SPEs não são contabilizados como formação bruta de capital fixo da empresa estatal, enquanto os aportes de capital próprio na SPE para a realização do investimento são

considerados uma inversão financeira da empresa estatal.

Esta nova modalidade de estruturação dos investimentos em parceria com empresas privadas vem predominando nos setores de infraestrutura econômica no país e será abordada com mais detalhe na próxima seção. Cabe apenas ressaltar aqui que, em função dos grandes projetos de energia elétrica, espera-se que os investimentos da Eletrobrás, bem como os investimentos que ocorrem de maneira indireta em associação com as empresas privadas nas SPEs, irão se acelerar rapidamente, em linha com o mapeamento dos investimentos em energia elétrica do BNDES que projeta um crescimento a uma taxa anual de 7,8% nos próximos anos (ver tabela 1).

A expansão dos investimentos públicos no setor de transportes, também significativa, ocorreu durante todos os anos de 2005 a 2009, graças principalmente aos transportes rodoviários, que respondem por cerca de 70% do total. No setor de transportes há uma maior dependência em relação ao orçamento da União, e seu comportamento reflete mais diretamente a flexibilização ocorrida na política fiscal. É difícil prever a evolução futura destes investimentos, mas há uma demanda reprimida por gastos de manutenção das rodovias que requer elevados montantes de recursos.¹⁹

¹⁹ Existem evidências de melhoria nas condições de tráfego das rodovias federais nos últimos anos. Segundo os dados das pesquisas rodoviárias de 2005 e de 2010 da Confederação Nacional de Transportes, as rodovias pavimentadas da União e principais rodovias estaduais avaliadas como boas ou ótimas saíram de 5,9% em 2005 para 41,2% em 2010. Mas isto significa que três quintos desta malha rodoviária continuam apresentando problemas de pavimento e sinalização.

TABELA 3

Composição dos investimentos públicos federais

Classes dos investimentos	2005	2006	2007	2008	2009
Valores em R\$ milhões de julho de 2009					
Infraestrutura econômica	27.882	31.107	37.767	50.167	67.469
Grupo Petrobras	19.763	20.734	26.628	37.892	51.101
Grupo Eletrobrás	3.817	3.672	3.431	4.048	5.196
Transportes	4.303	6.700	7.708	8.226	11.172
Transporte aéreo	666	1.335	1.111	1.037	1.101
Transporte rodoviário	3.072	4.710	5.508	5.336	7.784
Transporte ferroviário	280	385	560	960	991
Transporte hidroviário	285	271	529	892	1.296
Demais investimentos	10.359	13.202	15.791	21.774	24.243
Empresas estatais	1.990	1.629	1.671	2.172	2.807
União	8.369	11.573	14.120	19.602	21.436
Infraestrutura urbana	729	1.407	1.916	5.243	4.776
Infraestrutura hídrica	616	701	788	1.513	2.263
Defesa nacional	1.399	1.890	1.697	2.744	3.292
Educação	600	1.010	1.483	2.368	2.924
Segurança pública	613	607	1.305	1.192	1.601
Não classificados	4.413	5.958	6.931	6.542	6.580
Investimentos públicos federais	38.241	44.309	53.558	71.940	91.712
Participação no total (%)					
Infraestrutura econômica	72,9	70,2	70,5	69,7	73,6
Grupo Petrobras	51,7	46,8	49,7	52,7	55,7
Grupo Eletrobrás	10	8,3	6,4	5,6	5,7
Transportes	11,3	15,1	14,4	11,4	12,2
Transporte aéreo	1,7	3	2,1	1,4	1,2
Transporte rodoviário	8	10,6	10,3	7,4	8,5
Transporte ferroviário	0,7	0,9	1	1,3	1,1
Transporte hidroviário	0,7	0,6	1	1,2	1,4
Demais investimentos	27,1	29,8	29,5	30,3	26,4
Empresas estatais	5,2	3,7	3,1	3	3,1
União	21,9	26,1	26,4	27,2	23,4
Infraestrutura urbana	1,9	3,2	3,6	7,3	5,2
Infraestrutura hídrica	1,6	1,6	1,5	2,1	2,5
Defesa nacional	3,7	4,3	3,2	3,8	3,6
Educação	1,6	2,3	2,8	3,3	3,2
Segurança pública	1,6	1,4	2,4	1,7	1,7
Não classificados	11,5	13,4	12,9	9,1	7,2
Investimentos públicos federais	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Elaboração dos autores.

Os modais de transportes ferroviário, hídrico e aéreo também apresentaram aumentos substanciais nos investimentos públicos federais, mas partindo de patamares muito baixos. Os investimentos em transportes ferroviários mais que triplicaram em valores reais de 2005 a 2009, enquanto os investimentos em transporte hidroviário mais que quadruplicaram no mesmo período. Em ambos os casos, o crescimento foi influenciado por grandes obras, como a Ferrovia Norte-Sul (R\$ 714 milhões somente no ano de 2009) e a construção das eclusas do Tucuruí no rio Tocantins, no estado do Pará (cerca de R\$ 443 milhões em 2009).

De fato, o período recente é caracterizado pela retomada de grandes projetos de extensão da malha ferroviária, marcando uma clara distinção em relação ao período anterior, a exemplo de projetos como as Ferrovias Norte-Sul (estimada em R\$ 5,8 bilhões), Transnordestina (R\$ 4,5 bilhões) e Integração Oeste-Leste (R\$ 3,2 bilhões) e o trem de alta velocidade (TAV) ligando o trajeto entre a cidade do Rio de Janeiro e Campinas (R\$ 11 bilhões). Esperam-se não somente investimentos de recursos públicos da União e de empresas estatais como a VALEC, responsável pela construção e exploração de infraestrutura ferroviária, ou da nova estatal que o governo decidiu estabelecer para participar do consórcio de construção e operação do TAV, como também parcerias com as empresas do setor privado nos moldes das SPEs.

Os investimentos em transporte aéreo são os que menos cresceram em termos relativos, em função das dificuldades e incertezas no marco institucional. Mesmo assim, devem crescer bastante nos próximos anos, dadas as previsões de investimentos em infraestrutura de transporte aéreo e portuário com a Copa do Mundo de 2014 e a atual revisão que o governo está promovendo no marco regulatório do setor. Um comportamento semelhante é esperado para os

investimentos em infraestrutura urbana que, entre aqueles classificados na tabela 1, foram os que mais cresceram em termos relativos no período de 2005 a 2009, tendência que deve permanecer, seja pela orientação dada no PAC 2 de privilegiá-los, seja pelas demandas requeridas para a organização da Copa do Mundo.

É possível, portanto, concluir que uma das principais características do ciclo recente de expansão do investimento no Brasil é a retomada do investimento público, puxado principalmente pela infraestrutura econômica e pela cadeia de petróleo & gás (e secundariamente pela infraestrutura urbana), movimento este que deverá ser cada vez mais influenciado pelos grandes projetos em curso, como aqueles explicitados no quadro 1.²⁰ A maior parte dos projetos é formada por investimentos intensivos em capital e de longo prazo de maturação, de difícil reversão e menos suscetíveis às oscilações da conjuntura internacional. Se, por um lado, essas características asseguram solidez à trajetória de retomada dos investimentos em infraestrutura; por outro lado, os mesmos projetos demandarão elevados montantes de recursos e exigirão uma estrutura apropriada de financiamento de longo prazo. O cenário mais provável que se desenha para os próximos anos é o de que haverá crescente pressão por recursos e os investimentos deverão continuar crescendo acima do PIB, consolidando-se a tendência de expansão da taxa de investimento público federal no Brasil.

Contudo, este cenário se torna mais incerto no longo prazo diante de uma série de obstáculos a serem enfrentados e para os quais a economia brasileira deverá dar respostas adequadas. Os obstáculos envolvem desde a inexistência de garantias pelo atual paradigma da política fiscal de que a expansão dos

²⁰ Vale ressaltar que o objetivo não é listar as demandas de investimento em infraestrutura, mas apenas apontar alguns grandes projetos em andamento que exigirão elevados montantes de recursos. Para um mapeamento dos gargalos e insuficiências da infraestrutura econômica, ver Ipea (2010).

investimentos públicos será sustentada, até as estruturas de *funding* dos investimentos das empresas estatais do setor produtivo e financeiro. Este tema será o objetivo da próxima sessão: Como viabilizar os elevados montantes de recursos necessários para o grande bloco de investimentos em infraestrutura (e petróleo & gás) no país durante os próximos anos?

QUADRO 1

Seleção de grandes projetos de investimentos em infraestrutura econômica

Grupo Petrobras	Segundo o último plano de investimentos da Petrobras, os investimentos no período de 2010 a 2014 são da ordem de US\$ 44,8 bilhões anuais (em média), sendo 5% no exterior. Cerca de metade é destinada às áreas de exploração e produção de petróleo, mas também há investimentos significativos em gás e energia, petroquímica e biocombustíveis. Serão destinados a novos projetos US\$ 31,6 bilhões, dos quais 62% na área de exploração e produção, principalmente com o início das explorações de petróleo e gás na camada pré-sal.
Grupo Eletrobrás	Segundo o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (2010), os investimentos em energia elétrica devem aumentar de R\$ 67 bilhões em 2005-2008 para R\$ 98 bilhões em 2010-2013, crescendo a uma taxa de 7,8% a.a. Grande montante dos recursos está concentrado na construção das hidrelétricas do Madeira, Jirau e Santo Antônio, com R\$ 20 bilhões, e de Belo Monte, com R\$ 8 bilhões. As subsidiárias da Eletrobrás participam nos consórcios destas obras por meio da Companhia Hidro Elétrica do São Francisco – Chesf (50% de Belo Monte e 20% de Jirau), Eletrosul (20% de Jirau) e Furnas (39% de Santo Antônio). Outra subsidiária é a Eletronuclear, responsável pela construção da usina nuclear de Angra III, de R\$ 4 bi.
Transportes	Retomada de grandes projetos de extensão da malha ferroviária, como as s Ferrovias Norte-Sul, estimada em R\$ 5,8 bilhões, Transnordestina, de R\$ 4,5 bilhões, e Integração Oeste-Leste, R\$ 3,2 bilhões. Decisão do governo de criar uma nova empresa estatal que participará da construção e operação do trem de alta velocidade (TAV) com estimativas de investimentos da ordem de R\$ 11 bilhões. Segundo o mapeamento de BNDES (2010), os investimentos em ferrovias devem crescer a uma taxa de 24,2% a.a. no período de 2010 a 2013, totalizando R\$ 56 bilhões no período. Previsão de recursos na ordem de R\$ 5,5 bilhões do PAC de 2011 a 2014 para aeroportos, e de R\$ 740,7 milhões para portos nas cidades-sede da Copa do Mundo de 2014.

Elaboração dos autores.

Antes de prosseguir, cabe realizar uma última consideração. Não se trata aqui de discorrer sobre a falsa oposição entre investimento público e privado, mas reconhecer a relação de complementaridade que vêm apresentando na economia brasileira. Mais importante que a atual concentração setorial dos investimentos públicos em infraestrutura mostrada na tabela 3, deve-se enfatizar que áreas estratégicas da infraestrutura do país permanecem dependentes dos investimentos públicos, mesmo após as transformações estruturais ocorridas desde a década de 1990.

Um exemplo notável é o setor petrolífero, em que se manteve a elevada concentração do mercado nas mãos da Petrobras apesar da quebra do monopólio. Na prática, a flexibilização do mercado resultou na formação de parcerias entre a empresa estatal e as empresas privadas na área de exploração e produção de petróleo, com estas compartilhando o risco e absorvendo a capacitação do conhecimento geológico e tecnológico da Petrobras (sobretudo em águas profundas), conforme Ipea (2010).²¹ A importância da Petrobras deve se tornar ainda maior com a redefinição do marco regulatório em que a empresa passou a ser a operadora única dos campos do pré-sal a serem licitados.

No setor de energia elétrica, a atuação do capital privado está em grande medida circunscrita à demanda no mercado de energia, com uma atuação marginal na oferta por meio das centrais térmicas que desempenham papel complementar no parque gerador.²² A hidroeletricidade, fortemente concentrada nas empresas

²¹ Até a décima rodada de licitações da ANP, realizada em 18 de dezembro de 2008, 89 grupos econômicos – 47 de origem brasileira e 42 de origem estrangeira – obtiveram concessões no Brasil para realizar atividades de exploração & produção de petróleo e gás natural no Brasil. Ainda assim, a Petrobrás é responsável por algo próximo a 95% da produção de hidrocarbonetos no país, detém cerca de 99% da capacidade de refino e praticamente todos os gasodutos de transporte.

²² Segundo Ipea (2010), a demanda no mercado energético está sob controle dos agentes privados (88%), principalmente distribuidores, enquanto a oferta de eletricidade é dominada por empresas estatais (67%), a maior parte sob controle federal.

públicas, continua sendo a âncora do programa de expansão da energia. É provável que a presença do capital privado se amplie com as construções de novas hidrelétricas na região Norte, mas o papel das empresas públicas seguirá desempenhado papel fundamental, a julgar pela forte presença das subsidiárias da Eletrobrás nos consórcios vencedores dos leilões (quadro 1).

O setor de transportes, por sua vez, é altamente dependente dos investimentos públicos. A maior parte da infraestrutura de transportes permanece sob gestão pública e as perspectivas de transferências ao setor privado são limitadas no médio prazo.²³ Além disto, existe uma grande demanda por obras complementares e de integração dos modais de transportes que estão a cargo do setor público (canais de acessos portuários, integração rododiferroviária aos portos e aeroportos, obras de dragagem dos portos, expansão das malhas etc.).

Visto por outro ângulo, o avanço do setor privado na infraestrutura ficou em grande medida restrito a determinados segmentos mais atraentes – principalmente telecomunicações, administração de terminais portuários, distribuição de energia elétrica e rodovias com fluxo elevado de veículos –, tendo encontrado uma série de obstáculos nos demais. Por sua vez, o investimento público em infraestrutura está concentrado nos segmentos complementares (de maior risco ou menor rentabilidade), seja de maneira isolada, seja de maneira conjunta nos consórcios com empresas privadas em que a empresa estatal desempenha papel proeminente.

²³ A iniciativa privada administra 15.130 km de rodovias, o que significa 9% da malha rodoviária brasileira pavimentada, e a estimativa de rodovias economicamente viáveis para a iniciativa privada é de no máximo 15% do total, conforme Ipea (2010). O transporte aéreo também segue sob responsabilidade da Infraero (97% da movimentação de passageiros e cargas no país) e dependente dos seus investimentos e do orçamento fiscal da União. Nos transportes portuários, cerca de 20 portos estão sob administração das Companhias Docas federais, incluindo-se os de Santos e Rio de Janeiro, além daqueles de administrações estaduais, de maneira que o capital público é o principal responsável por sua infraestrutura (canais de acesso, dragagem, eclusas, bacias de evolução, etc.). Por outro lado, os terminais portuários foram na sua maioria transferidos para o setor privado. A exceção está nos transportes ferroviários, setor no qual a União administra apenas uma pequena parcela da malha ferroviária e a maior parte está sob gestão dos operadores privados.

Houve, assim, uma reconcentração setorial do investimento público, com ampliação do peso da infraestrutura econômica, e uma reconfiguração das suas articulações com o investimento privado após as reformas liberalizantes promovidas desde a década de 1990. Mas isto não modificou substancialmente o fato de que o setor público, e as empresas públicas em particular, continuam sendo decisivos em determinadas áreas estratégicas da infraestrutura e, conseqüentemente, na promoção do investimento e do crescimento econômico. É claro que pode haver eventual ampliação das concessões ao setor privado, por exemplo, no setor aeroportuário que carece de investimentos em manutenção e expansão da capacidade. Mas o mais crível é esperar que se disseminem os investimentos (e as concessões) em infraestrutura sob a forma de sociedades de propósito específico (SPE), em que as empresas públicas desempenham papel proeminente nas parcerias com as empresas privadas, como tem mostrado as recentes experiências no setor de energia elétrica.

3. Desafios do Financiamento do Bloco de Investimentos em Infraestrutura

Diante de todas essas perspectivas otimistas, um grande desafio que se coloca para o país nos próximos anos é o de como viabilizar os elevados montantes de recursos, em custos e prazos adequados, que serão necessários para o grande bloco de investimentos programados em infraestrutura e petróleo & gás, incluindo a produção no pré-sal. A resposta a esta pergunta não é nada trivial. O objetivo dessa seção é apenas identificar alguns dos desafios relacionados à atual estrutura de financiamento dos investimentos no Brasil. Na próxima seção, procura-se identificar o papel que as receitas do pré-sal podem desempenhar.

Em primeiro lugar, envolve discutir as restrições fiscais a que os investimentos públicos estiveram sujeitos ao menos desde o final da década de 1990. Apesar de uma relativa flexibilização do regime de metas de superávit primário que viabilizou o início da recuperação dos investimentos públicos, a “opinião crítica do mercado” sobre a política fiscal ainda parece constituir um sério fator de constrangimento ao governo, senão prático, pelo menos retórico. Isso fica muito claro quando se discute nos dias atuais se as metas de superávit fiscal serão cumpridas fazendo-se uso ou não da margem de investimentos do PPI. Nestas circunstâncias, cria-se uma situação de fragilidade institucional diante da recente retomada dos investimentos públicos federais.

Dois fatores contribuíram para a retomada recente do investimento público. Primeiramente, os constrangimentos orçamentários deixaram de ser um problema tão grande nos últimos anos, ao menos no que diz respeito às grandes obras de investimento. Os recursos foram viabilizados, sem se imporem modificações conceituais no arcabouço da política fiscal, por uma combinação entre elevação da carga tributária (em grande parte provocada pelo próprio padrão de crescimento econômico favorável à arrecadação), flexibilização da política fiscal e um conjunto de medidas pontuais.²⁴

Diante desta conjuntura, o baixo nível do investimento público passou a ser atribuído menos à questão orçamentária e muito mais às amarras institucionais,

²⁴ Entre essas medidas pontuais, citem-se: redução da meta de superávit primário em 2009, inclusive retirando-se da meta a Petrobras e projetos de investimento; desonerações tributárias de bens de capital; capitalizações do Tesouro Nacional no BNDES e na Petrobras; flexibilização na legislação de endividamento dos municípios que serão sedes da Copa do Mundo em 2014; concessão de incentivos tributários às emissões de debêntures atreladas aos projetos de infraestrutura; e exclusão das empresas do Grupo Eletrobrás da meta de resultado primário (a exemplo do ocorrido com a Petrobras).

como os problemas de gestão do governo (ou mesmo às questões ambientais e judiciais), conforme observa Almeida (2010).²⁵ Diga-se de passagem que esses obstáculos institucionais não podem ser tratados sem associá-los ao processo histórico de progressivo desmonte do aparato que dava suporte ao investimento público, como abordado anteriormente.

Em segundo lugar, verifica-se uma mudança de posicionamento do governo, ainda embrionária, no sentido de reassumir seu papel no planejamento estratégico e priorizar o crescimento econômico 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 (ver o PPA 2008-2011).

É verdade que o investimento no período recente encontrou grandes obstáculos em relação ao marco institucional, mas tem havido 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 e nos PACs – e na aceleração no ritmo de execução dos investimentos públicos nos últimos anos (mesmo que ainda de maneira tímida).

²⁵ Almeida (2009) trata do “paradoxo do investimento público” no período recente (desde 2007), segundo o qual o baixo nível de execução do investimento público, ao menos nas grandes obras que são pouco afetadas por contingenciamentos orçamentários, ocorreu a despeito da disponibilidade de recursos para investimento. Segundo o autor, isto se deve principalmente aos problemas relacionados às questões administrativas ou de gestão do governo, e somente secundariamente aos problemas de ordem regulatória (ambientais e judiciais).

Diante deste quadro, é possível que, nos próximos anos, se explicite uma contradição entre, de um lado, a pressão por elevados e crescentes volumes de recursos dos projetos de investimento em andamento; e, de outro lado, o arcabouço conceitual da política fiscal que não se modificou em relação ao passado. De modo concreto, não há garantias pela política fiscal de que a expansão dos investimentos públicos será sustentada no próximo período independentemente das metas de superávit primário, mesmo inexistindo ameaças concretas à sustentabilidade da dívida pública. Ao contrário, as metas de superávit primário são definidas desde 1999 como se fossem o próprio objetivo da política fiscal e não a redução do endividamento ou o estímulo ao crescimento econômico.

Equacionar essa contradição é uma questão fundamental para assegurar a retomada dos investimentos públicos e a manutenção do crescimento. Nesse contexto, a próxima seção da monografia procurará discutir as bases para um paradigma da política fiscal alternativo, no qual os investimentos públicos, notadamente os de infraestrutura, estejam livres de restrições, sendo de fato priorizados na perspectiva de construção de uma estratégia de desenvolvimento. Se isso não for viabilizado, o mais provável diante do quadro atual é que retornem os entraves orçamentários, criando-se uma situação de fragilidade institucional que torna a trajetória de retomada do investimento público incerta no longo prazo.

Vale ressaltar, entretanto, que grande parte dos investimentos públicos já não está sujeita a tais constrangimentos orçamentários colocados pelo regime fiscal, desde a retirada das empresas do Grupo Petrobrás e do Grupo Eletrobrás da meta de superávit primário para a execução dos seus planos de investimento. Além disso, uma das características mais marcantes do ciclo recente de expansão dos investimentos em infraestrutura no Brasil é a difusão de um padrão relativamente

novo de financiamento e de arranjo societário, baseado na modelagem de *project finance* e de *sociedade de propósito específico* (SPE), que exerce impacto reduzido nos indicadores clássicos de finanças públicas, como o resultado primário e a dívida líquida do setor público.

Nessa 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 maneira tal que os aportes de capital próprio realizados pela administração pública (empresas públicas, União ou outras esferas de governo) são considerados despesas não-primárias (inversões financeiras) e, portanto, sem impacto sobre o resultado primário do setor público. Ademais, se esses aportes são realizados a partir de emissões da dívida pública, haverá contrapartida na acumulação de ativos financeiros e seu impacto sobre a dívida líquida do setor público será nulo. Note-se também que o investimento será executado tanto com os aportes de capital do setor público, quanto com aqueles provenientes dos sócios privados e os captados junto ao mercado financeiro.

Sendo assim, essa modalidade cada vez mais comum nos projetos de infraestrutura pode alavancar o investimento nos próximos anos, contornando os constrangimentos fiscais do setor público no curto prazo. No entanto, há um potencial surgimento de impactos fiscais adicionais no médio e longo prazo se o retorno do capital foi inferior ao custo de emissão da dívida do Tesouro Nacional. Obviamente, esses impactos fiscais não são exclusivos às capitalizações em SPEs

Fonte: BNDES (2010).

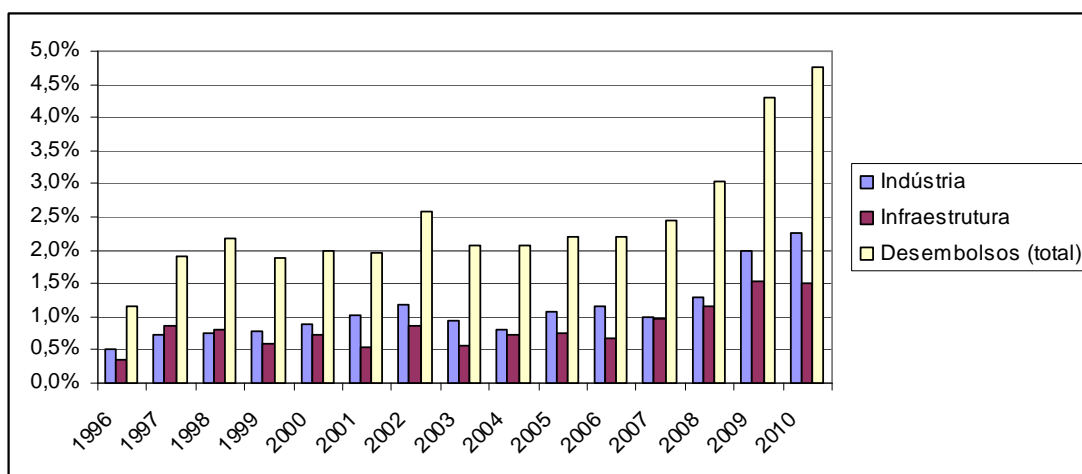
Nota: Os valores de 2008 são estimados e de 2009 são previsões do BNDES.

Por sua vez, a contribuição de ações, debêntures e captações externas totaliza um valor próximo ao do BNDES, correspondendo a uma fonte suplementar de financiamento do investimento. É verdade que o mercado privado de capitais contribuiu de forma relevante para os investimentos nos anos de 2006 a 2008. Mas encolheu após o início da crise internacional, momento que exigiu a ação anti-cíclica do BNDES na sustentação do crédito, e deve seguir sujeito à volatilidade imprevisível nos próximos anos, sobretudo nos mercados internacionais.

Sob esse pano de fundo é que devem ser entendidas não somente a ampliação da importância do BNDES como fonte de financiamento do investimento na indústria e na infraestrutura, como também a expansão dos seus desembolsos em proporção do PIB nos últimos anos, segundo dados da tabela 4 e do gráfico 6.

Gráfico 6.

Desembolsos do BNDES de 1996 a 2010.



Fonte: BNDES (2010), Contas Nacionais do IBGE e indicador do PIB mensal do BACEN.

Nota: Os valores de 2010 correspondem ao acumulado em 12 meses até outubro do ano.

Claro está que parte desse crescimento relativo se deve a eventos atípicos e/ou reversíveis, reflexos da ação anti-cíclica do BNDES durante a crise internacional e que não devem se repetir nos próximos anos (ao menos com a mesma intensidade).²⁶ Mas há um forte componente estrutural pela crescente demanda de financiamento de longo prazo, essa última relacionada ao ciclo recente de investimentos em infraestrutura e ao papel fundamental que o BNDES desempenha no financiamento desses investimentos. Trata-se de projetos de elevada magnitude, longo prazo de maturação e maior necessidade de alavancagem de recursos por parte das empresas envolvidas.

Esse conjunto de considerações conduz as reflexões sobre o financiamento do bloco de investimentos em infraestrutura (e em produção de petróleo & gás) em duas direções. Primeiramente, o equacionamento de fontes permanentes de recursos para o BNDES. Em segundo lugar, a necessidade de, simultaneamente, se buscar mecanismos que favoreçam o desenvolvimento do mercado privado de financiamento de longo prazo.

Conforme observado na própria publicação do BNDES (2010), a manutenção da escala de desembolsos no atual patamar implica um desafio de complementação de fontes de *funding* do banco.²⁷ No período recente, já houve uma radical mudança na composição das fontes de recursos do BNDES, em função das capitalizações do Tesouro Nacional (R\$ 22,5 bi em 2008, R\$ 100 bilhões em 2009 e R\$ 80 bilhões em

²⁶ Um exemplo notável é o repasse do BNDES de cerca de R\$ 25 bilhões para a Petrobrás no ano de 2009, inclusive destinados às atividades de exploração e produção no setor de petróleo & gás. Em geral, tais atividades são financiadas com captações no mercado de crédito internacional ou recursos próprios. Sendo que os recursos do BNDES são alocados prioritariamente em outros segmentos da indústria de petróleo e gás, como indústria naval, gasodutos de transporte e distribuição de gás natural, refino e distribuição.

²⁷ Ver o capítulo 6 de BNDES (2010), “Cenários comparados da disponibilidade de recursos e alternativas de políticas para o futuro”.

2010) que aumentaram de 7% em 2007 para 40% do passivo do banco em 2009; enquanto as fontes tradicionais (FAT e PIS-Pasep) caíram de 78% para 42% no mesmo período. O grande problema é que essas capitalizações não recorrentes são incompatíveis com a estrutura de financiamento do banco, já que fundamentadas na emissão de passivos de curto prazo e de remuneração mais elevada pelo setor público (títulos da dívida pública), além de terem impacto fiscal considerável devido às diferenças de remuneração entre ativos e passivos (ou sobre a taxa implícita da dívida líquida do setor público).

Na ausência do equacionamento de fontes permanentes de recursos para o BNDES e do desenvolvimento do mercado privado de financiamento de longo prazo, o cenário mais provável (e indesejável) diante das pressões por recursos para investimentos é o de um “agigantamento” do BNDES, a partir de capitalizações do Tesouro Nacional, e aumento da dívida bruta do setor público.

Neste contexto, o pacote de medidas anunciadas pelo governo federal em dezembro de 2010 segue a direção correta, objetivando-se estimular o financiamento privado de longo prazo. Entre as principais mudanças anunciadas, podem-se destacar:

1. Desonerações do imposto de renda sobre a aquisição de debêntures de longo prazo emitidas por SPE para projeto de infraestrutura aprovado pelo governo e de títulos privados de longo prazo emitidos para financiar o investimento.
2. Formação de um novo fundo de Liquidez para esses títulos privados de longo prazo, com direcionamento 3% do depósito compulsório sobre depósitos a prazo e aportes adicionais de recursos do BNDES (cujo montante ainda não divulgado), que terá o papel de criar mercado e garantir liquidez.

3. Regulamentação da oferta pública de letras financeiras via Comissão de Valores Mobiliários e autorização para emissão de letras financeiras pelo BNDES, constituindo uma fonte alternativa de financiamento, especialmente para linhas não prioritárias.

Note-se que as medidas têm como objetivo, por um lado, reduzir o custo de captação e criar mercado para os papéis de renda fixa vinculados ao financiamento dos projetos de investimentos em infraestrutura; e, por outro lado, reduzir a pressão e constituir uma fonte alternativa de recursos para o BNDES. Mas ainda há um longo caminho a ser percorrido.

O fundamental é que esses instrumentos financeiros com perfil mais longo adquiram importância e possam induzir mudanças na estrutura do mercado financeiro do país, que atualmente apresenta um mercado de capitais pouco desenvolvido e um mercado privado de crédito bancário voltado essencialmente para operações de curto prazo. Sem dúvida, existe uma série de outros obstáculos a serem superados, entre os quais as elevadas taxas básicas de juros de curto prazo e a hipertrofia do mercado da dívida pública mobiliária.

Mas a formação de um mercado de papéis de longa maturidade com taxas de retorno favoráveis, como as debêntures ligadas aos projetos de infraestrutura ou mesmo às captações do próprio BNDES (hoje pouco expressivas no passivo do banco), pode desempenhar um papel importante na transição para um ambiente de alongamento dos prazos e formação de uma curva de juros que relacione prazo de maturidade e remuneração dos ativos. Daí um espaço importante que pode ser ocupado pelos ativos do fundo do pré-sal, como será discutido posteriormente nessa monografia.

4. Política fiscal e renda do petróleo

O equacionamento do financiamento ao bloco de investimentos em gestação no país, concomitantemente ao aumento de importância das receitas petrolíferas, requer o rearranjo de um conjunto amplo de políticas macroeconômicas, entre as quais se insere a política fiscal. De um certo ponto de vista, o regime fiscal brasileiro, baseado em metas de superávit primário, já vem sofrendo inflexões desde 2005, primeiro com a criação do Projeto Piloto de Investimentos (PPI) e depois com o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O PPI serviu para introduzir a idéia de que alguns investimentos precisariam receber um tratamento fiscal diferenciado (abatimento da meta fiscal quase como no conceito de poupança), por ensejarem um processo virtuoso de auto-financiamento; e o PAC contribuiu ao efetivamente deslanchar um conjunto de projetos na área de infraestrutura que passaram a amadurecer justamente no início da crise financeira de 2008-2009.

Pode-se dizer, portanto, que as restrições à expansão dos investimentos públicos têm sido reduzidas progressivamente apesar de o regime fiscal continuar essencialmente o mesmo, baseado num conceito financeiro que não distingue o gasto público corrente e de capital. A tendência, no médio prazo, é que este regime fiscal seja formalmente reformulado, tanto para incorporar os efeitos do ciclo econômico e a necessidade de ações anti-cíclicas (ver Gouvêa e Schettini, 2010), quanto as particularidades da renda do petróleo, que tende a assumir um maior peso nas receitas fiscais com o início da exploração do pré-sal.

Estimativas de Gobetti (2009), baseadas no preço corrente do petróleo e nas projeções de produção sob o regime de concessão e partilha do Ministério de Minas e Energia, indicam que as reservas do pós e do pré-sal podem representar um ativo

líquido da ordem de 70% do PIB em valores presentes. Em termos de fluxo, as receitas do petróleo tendem a dobrar nos próximos 14 anos, passando de 1,2% para cerca de 2,4% do PIB. Isso significa que o governo deve ter mais espaço fiscal para ampliar os gastos (ou reduzir receitas) sem sequer reduzir o superávit primário, embora a própria redução do superávit primário seja compatível a priori, no contexto do pré-sal, com a sustentabilidade fiscal.

A questão, entretanto, é como e onde gastar essas receitas sabendo que elas são finitas e extremamente voláteis, acompanhando as oscilações do preço internacional do petróleo (Medas, 2008), e que sua internalização no país tende a apreciar a taxa de câmbio e eventualmente desestruturar setores produtivos tradicionais.²⁸ Por isso, inúmeros países produtores de petróleo têm criado fundos soberanos ou de estabilização com o objetivo duplo de mitigar os efeitos sobre a taxa de câmbio e suavizar o gasto ao longo do tempo, gerando uma poupança para o futuro.

O fundo social recentemente aprovado pelo Congresso brasileiro, por exemplo, prevê que a parcela de receita arrecadada pela União seja aplicada em ativos financeiros (preferencialmente no exterior) e que apenas os rendimentos destas aplicações retornem ao país para serem utilizados na área social, cultura, meio ambiente, ciência e tecnologia. A ideia de que apenas o rendimento do fundo social seja gasto (de modo a preservar seu valor real ao longo do tempo) vem do modelo norueguês, o qual prevê saques de apenas 4% sobre o valor do fundo a cada ano.

²⁸ O afluxo de divisas estrangeiras tende a apreciar a taxa de câmbio e deteriorar as condições de competitividade dos demais setores de atividade, o que, aliado à alta volatilidade do preço do petróleo e a fatores institucionais, constitui um fator de desestabilização macroeconômica e de desestruturação produtiva.

Ocorre que o fundo soberano da Noruega, criado em 1990, acumula hoje um ativo financeiro de cerca de US\$ 500 milhões, montante superior ao valor do próprio PIB do país, de modo que o rendimento atual é elevado e mais apropriado para atender às necessidades do governo de um país desenvolvido, cujas demandas sociais são muito mais reduzidas que as do Brasil.

Essa não é a situação do Brasil, que deve iniciar seu fundo no futuro próximo: o rendimento, portanto, seria inicialmente insignificante e não atenderia minimamente às demandas da sociedade. Além disto, o foco exclusivo na poupança perde de vista que existem outras formas de enfrentar o problema, como tratado em Sachs (2007):

O problema surge quando as receitas do petróleo são usadas preferencialmente para consumo e não para investimentos públicos. A solução recai numa estratégia de investimento de longo prazo focada no crescimento. Com uma estratégia correta de investimentos, o setor exportador não petrolífero pode ser beneficiado com o aumento das receitas de recursos naturais e, conseqüentemente, é possível reverter a famosa doença holandesa (Sachs, 2007, p. 173, tradução livre).

O que o autor argumenta é que, a princípio, a renda do petróleo abre a possibilidade de grandes benefícios para um país, seja proporcionando padrões de vida mais elevados para sua determinada população, seja suprimindo a carência de bens públicos e, principalmente, de investimentos em infraestrutura nas economias em desenvolvimento.

A necessidade de se construir um arcabouço fiscal adequado para gerir as receitas do petróleo não implica que toda a receita adicional do petróleo seja

canalizada para o superávit primário. Mesmo os modelos de renda permanente adaptados para o caso do petróleo, como os construídos pelo FMI, admitem que o nível ótimo de gasto não deve se pautar apenas pela riqueza já acumulada sob a forma de ativos financeiros, como previsto no modelo norueguês.²⁹ Os ativos não financeiros, como as reservas de petróleo provadas, também podem (e devem) entrar no cálculo da riqueza líquida que serve de base para a definição do patamar permanente de gasto que é fiscalmente sustentável ao longo do tempo.

No caso do Brasil, portanto, o modelo de renda permanente do petróleo possibilita, em tese, um alívio da restrição fiscal a que o governo está submetido. O grande problema é que a receita de petróleo tende a ser muito volátil, o que cria uma séria dificuldade de monitoramento da situação fiscal baseada no indicador tradicional de superávit primário. Em anos em que a receita é muito alta, as metas serão facilmente superadas, e haverá estímulo para o gasto se expandir sem qualidade. Em anos de receita abaixo da média, ao contrário, as dificuldades em cumprir as metas criam um risco de que os investimentos sejam cortados.

Essa é mais uma razão para se alterar o regime fiscal, separando-se as receitas do petróleo das demais e expressando-se as metas fiscais sem estas receitas, o que é feito pelos indicadores fiscais do resultado não petrolífero (*non-oil*). Tomando como exemplo a situação atual, a meta de superávit primário de 3,1% do PIB poderia ser traduzida em uma meta equivalente de resultado fiscal não petrolífero (*non-oil*) de 1,8% do PIB, dado que as receitas do petróleo correspondem atualmente a cerca de 1,3% do PIB.

²⁹. Ver Maliszewski, 2009.

Ao mesmo tempo, seria recomendável avançarmos para um sistema de metas e monitoramento da política fiscal baseado não apenas no resultado primário total, mas também no resultado primário corrente, que exclui os investimentos do cálculo. Dessa forma, os investimentos em infra-estrutura seriam efetivamente priorizados no processo de execução orçamentária.

Outro problema decorrente da estratégia de acumular toda a renda do petróleo em um fundo soberano no exterior, a exemplo da Noruega, diz respeito ao diferencial de juros entre o que se recebe pelos ativos e o que se paga pelos passivos. No caso do país nórdico, em que a taxa de juros é baixa e a dívida pública insignificante, esse problema inexistente, mas no Brasil ele é grave, como vemos pela comparação entre a baixa rentabilidade de nossas reservas internacionais e o alto custo do nosso endividamento.

Mesmo supondo que se obtenha no exterior uma rentabilidade para o fundo social maior do que para as reservas internacionais administradas pelo Banco Central, é improvável que esta rentabilidade supere a taxa e juros interna. Nesse contexto, pode-se questionar por que o governo não utiliza estes recursos para resgatar a dívida em títulos públicos, e a resposta é que – no atual regime macroeconômico – essa alternativa é inviável devido ao impacto que tal operação causaria sobre a liquidez da economia, mantida pelo BC em nível compatível com a taxa de juros.

Nesse contexto, uma alternativa seria aplicar uma parcela desses recursos no mercado doméstico em títulos de renda fixa (ou debêntures) ligadas aos projetos de infraestrutura. Trata-se de papéis com perfil mais adequado para as aplicações de ativos do fundo do pré-sal, de longa maturidade e taxas de retorno mais favoráveis. Por meio dessa estratégia, assegura-se um mercado cativo e liquidez aos papéis

ligados à infraestrutura econômica, contribuindo-se para equacionar o desafio do seu financiamento. Note-se que esses projetos são fundamentais para o aumento sistêmico da produtividade e do potencial da economia brasileira de crescer sem gerar pressões inflacionárias, constituindo-se um caminho para se livrar do “maldição dos recursos naturais”.

Evidente fica, portanto, que a redução da taxa de juros contribuiria de múltiplas formas para equacionar este e outros problemas já abordados relacionados ao financiamento dos investimentos no país. Enquanto a taxa de juros se mantém em patamar excessivamente alto, entretanto, é necessário pensar em estratégias alternativas do que fazer com o fundo social (ou soberano) para aumentar sua rentabilidade e, ao mesmo tempo, contribuir para o financiamento dos investimentos no país.

Conclusões

Esta monografia tratou dos desafios colocados pelas descobertas de petróleo na camada do pré-sal e pelo grande bloco de investimentos em infraestrutura que está em gestação no país e que tem as empresas estatais como protagonista central, seja na execução, seja no financiamento dos projetos. O estudo empreendido mostrou, em primeiro lugar, por meio de análises quantitativas, que o ciclo de desenvolvimento da economia brasileira está intimamente relacionado ao ciclo dos investimentos públicos federais no conceito mais amplo, que envolve não só o governo central como também suas estatais. Nesse sentido, a recuperação recente dos investimentos federais, puxada principalmente pela Petrobrás, mas contando também com a intervenção decisiva do Tesouro e do BNDES, coloca a possibilidade de a economia brasileira galgar um salto de qualidade.

O grande problema que se coloca no futuro imediato, entretanto, é a

viabilização do financiamento desses investimentos, que deve envolver tanto aperfeiçoamentos do regime fiscal brasileiro quanto dos instrumentos para-fiscais que estão por trás, por exemplo, dos investimentos realizados em parceria com o setor privado por intermédio das Sociedades de Propósito Específico (SPE's). Uma das conclusões principais do estudo é a necessidade de viabilizar uma estrutura de financiamento que concilie tanto a expansão dos investimentos no setor de petróleo e gás quanto nas demais infraestruturas sociais e econômicas necessárias à prevenção da chamada doença holandesa.

Nesse sentido, a definição de uma política adequada para administrar as rendas do petróleo será fundamental tanto para reduzir as restrições à expansão dos investimentos diretamente executados pelo governo quanto para financiar os investimentos realizados por SPE, via fundo social ou soberano.

Por outro lado, é importante que se perceba, como pano de fundo, a importância de aperfeiçoar a coordenação entre as distintas esferas da política macroeconômica, de modo a conciliarem-se seus diferentes objetivos. Em particular, é preciso que o governo garanta a continuidade no processo de redução da taxa de juros, fundamental para reduzir não apenas o custo de rolagem da dívida, mas também, principalmente, o custo de oportunidade de aplicar as receitas do petróleo em ativos, em vez de utilizá-las no resgate dos títulos da dívida pública.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, M. **O Paradoxo do Investimento Público no Brasil**. Nota técnica. Brasília: Ipea, 2009.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). **O BNDES em um Brasil em Transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.
- BIASOTO JÚNIOR, G. A Polêmica sobre o déficit público e a sustentabilidade da política fiscal. *In*: PINTO, M. P. A.; BIASOTO JÚNIOR, G. (Org.). **Política fiscal e desenvolvimento no Brasil**. Campinas: IE/Unicamp, 2006.
- BIELSCHOWSKY, R. (Coord.). **Investimento e reformas no Brasil: indústria e infraestrutura nos anos 1990**. Brasília: Cepal/Ipea, 2002.
- CARNEIRO, R. M. **Dinâmica de crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo**. Campinas: IE/Unicamp, 2007. (Texto para Discussão n. 130).
- DAVIDOFF CRUZ, P. **Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta**. São Paulo: Editora Brasiliense, 1984.
- FERREIRA, P. C. Investimento em infraestrutura no Brasil: fatos estilizados e relações de longo prazo. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, vol. 26, n. 2, 1996.
- FIORI, J. L. **O voo da coruja: para reler o desenvolvimentismo brasileiro**. Rio de Janeiro: Record, 2003.
- GOBETTI, S. **Política fiscal e pré-sal: como gerir as rendas do petróleo e sustentar o equilíbrio macro-fiscal do Brasil**. Monografia premiada no XIV Prêmio Tesouro Nacional no tema política fiscal e dívida pública, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional (STN), 2009.
- GOUVEA, R.; SCHETTINI, B. **Resultado Fiscal Estrutural: um passo para a institucionalização de políticas anticíclicas**. Monografia premiada no XV Prêmio Tesouro Nacional de Monografias. Tema: POLÍTICA FISCAL E A CRISE ECONÔMICA INTERNACIONAL. Brasília: STN, 2010.
- HUMPHREYS, M.; SACHS, J.; STIGLITZ, J. **Escaping the Resource Curse**. New York: Columbia University Press, 2007.
- INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS (IPEA). **Infraestrutura econômica no Brasil: diagnóstico e perspectivas 2025**. Brasília: Ipea, 2010.
- MEDAS, P.; ZAKHAROVA; D. **A Primer on Fiscal Analysis in Oil-Producing Countries**. IMF Working Paper, nº WP/09/56. Washington: FMI, 2009.
- MALISZEWSKI, W. Fiscal policy rules for oil producing countries: A welfare-based assessment. **IMF Working Paper**, Washington: International Monetary Fund (IMF), n. 09/126, 2009.
- OSSOWSKI, R. *et al.* Managing the oil boom: the role of fiscal institutions. **IMF Occasional Paper**, Washington: International Monetary Fund (IMF), n. 260, 2008.

OSSOWSKI, R.; VILLAFUERTE, M.; MEDAS, P.; Thomas, T. Managing the oil Boom: The Role of Fiscal Institutions. IMF Occasional Paper 260. Washington: FMI, 2008.

Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRÁS). **Plano de Negócios 2010-2014**. Rio de Janeiro: Petrobrás, 2010.

SACHS, J. How to handle the macroeconomics of oil wealth? *In*: HUMPHREYS, M.; SACHS, J.; STIGLITZ, J. (Org.). **Escaping the resource curse**. New York: Columbia University Press, 2007.

SACHS, J.; WARNER, A. M. Natural resource abundance and economic growth. **NBER Working Paper**, n. 5398, 1995.

STIGLITZ, J. What is the role of the state? *In*: HUMPHREYS, M.; SACHS, J.; STIGLITZ, J. (Org.). **Escaping the resource curse**. New York: Columbia University Press, 2007.

ANEXO

DECOMPOSIÇÃO DOS INVESTIMENTOS PÚBLICOS FEDERAIS

Este anexo discute brevemente os aspectos metodológicos e as dificuldades de contabilização dos componentes do investimento público federal, apresentados na tabela 1. A decomposição tomou como base a classificação funcional programática dos investimentos da União – cujos dados foram obtidos diretamente do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (Siafi) – e dos investimentos das estatais – segundo informações constantes no orçamento de investimentos (OI) do Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (DEST/MPOG). Trata-se de resultados preliminares de uma metodologia que ainda está em aprimoramento. Os dados do OI são divulgados no conceito de competência, isto é, correspondem aos valores liquidados. Foram considerados somente os investimentos das estatais no país (excluída a parcela no exterior).

No caso da União, há uma grande dificuldade de se realizarem decomposições a partir dos valores efetivamente liquidados do investimento, devido à necessidade de expurgar a *liquidação forçada*. Optou-se pela utilização dos valores efetivamente pagos a partir de 2005, incluindo-se os pagamentos do orçamento corrente e dos restos a pagar de orçamentos de anos anteriores, cujos totais são boas aproximações dos valores efetivamente liquidados.³⁰ Outro motivo para se considerar apenas o período posterior a 2004 é que, neste ano, houve uma mudança na nomenclatura e nos programas e ações do governo, criando-se uma descontinuidade. A descontinuidade afeta inclusive o ano de 2004, devido aos pagamentos dos restos a pagar do orçamento do ano anterior.

A decomposição se baseou no conceito do Ipea (2010, p. 7) para infraestrutura econômica. O conceito desagrega a infraestrutura em duas linhas de estudo: *i)* a infraestrutura social e urbana, cujo foco prioritário é o suporte aos

³⁰. Os pagamentos efetivos e as liquidações efetivas da União sempre estiveram muito próximos nos anos de 2005 a 2009 (as liquidações são de 3 a 8% maiores que os pagamentos). Excepcionalmente, isto não ocorreu nos anos de 2003 e 2004, principalmente devido aos contingenciamentos impostos pelo ajuste fiscal no primeiro ano do governo Lula e seu relaxamento no ano seguinte (as liquidações efetivas superaram os pagamentos em cerca de R\$ 2 bilhões em 2003 que somente foram pagos em 2004)..

cidadãos e seus domicílios, constituído 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.³¹

³¹. Note-se que a tabela 1 não inclui os investimentos públicos em infraestrutura econômica de telecomunicações, nem os investimentos da União em energia elétrica. No período atual, a Telebrás deixou de ser uma empresa operacional e não realizou investimentos em telecomunicações. É possível que volte a realizá-los, após sua reativação para a gestão do Plano Nacional de Banda Larga. Os investimentos da União em telecomunicações e energia elétrica não foram considerados, por se enquadrarem mais no conceito de infraestrutura social, tratando-se fundamentalmente de instalações para acesso a serviços públicos no programa de inclusão digital, e de eletrificação em localidades isoladas, de baixa renda ou rurais. No caso dos transportes hidroviários, incluíram-se as hidrovias devido às dificuldades de desagregação em relação ao setor portuário.

QUADRO 2

Descrição das classes dos investimentos públicos

Infraestrutura econômica	Grupo Petrobras	Investimentos das empresas do Grupo Petrobras no país, prioritariamente nas áreas de exploração, produção e refino de petróleo e seus derivados, gás natural e biocombustíveis. Também inclui sua infraestrutura logística, como o transporte marítimo e dutoviário, e as centrais térmicas da Petrobras.
	Grupo Eletrobrás	Investimentos das empresas do Grupo Eletrobrás quase inteiramente em energia elétrica. Destacam-se a Eletronorte, Chesf, Furnas, Eletronuclear e Eletrosul.
	Transporte rodoviário	Investimentos na infraestrutura de transportes rodoviários (construção e obras em trechos, acessos, rodovias etc.) quase integralmente no orçamento do Ministério dos Transportes.
	Transporte hidroviário	Construções e obras na área de portos e hidrovias (dragagem, molhes, canais, berços, eclusas etc.), com destaque para a construção das eclusas do Tucuruí no Rio Tocantins/PA e as obras nos portos de Rio Grande/RS, Itaqui/MA e Suape/PE. Realizadas pelas Companhias Docas federais (CDC, Codesa, Codeba, Codesp, CDP, Codern, Codomar e CDRJ) e pela União.
	Transporte ferroviário	Investimentos na infraestrutura de transportes ferroviários (construção e obras em trechos, ferrovias, etc), oriundos quase integralmente do orçamento do Ministério dos Transportes.
	Transporte aéreo	Investimentos em infraestrutura aeroportuária (construção, reforma e ampliação de aeroportos e aeródromos) e investimentos ligados ao sistema de controle do espaço aéreo. Realizados pela Infraero e pela União no orçamento da Defesa Nacional.
Demais investimentos das empresas estatais		Formado quase inteiramente pelos investimentos em ativo imobilizado do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, e por investimentos em infraestrutura de comunicações postais dos Correios.
Demais investimentos da União	Infraestrutura urbana	Construção e obras ligadas ao transporte urbano, habitação e saneamento (urbanização de assentamentos precários, esgotamento sanitário, corredores expressos rodoviários, trens urbanos, trechos rodoviários, sistema metroviário etc).
	Infraestrutura hídrica	Os principais componentes estão relacionados às obras de transposição do rio São Francisco e, secundariamente, aos perímetros de irrigação. Também inclui canais adutores, barragens e sistemas de abastecimento de água.
	Defesa nacional	Investimento em Defesa Nacional, excluídos aqueles de infraestrutura de transportes, tais como reaparelhamento e adequação das Forças Armadas, e aquisição e modernização de aeronaves.
	Educação	Basicamente formada por obras, instalações e equipamentos nas universidades e escolas técnicas.
	Segurança pública	Investimentos relacionados, principalmente, à defesa civil e ao reaparelhamento das instituições de segurança pública e do sistema penitenciário.

Elaboração dos autores.