



Aluna: Nuria Rodrigues de Brito **RA:** 175350

Orientadora: Profa. Dra. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça

A nova década perdida: mudanças no padrão de financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil

1. Introdução

O objetivo geral deste resumo é apresentar a evolução da pesquisa a partir da compreensão de conceitos pertinentes ao estudo da área de Macroeconomia e que norteiam o entendimento do funcionamento dos mecanismos de financiamento do investimento em infraestrutura no período analisado (2011-2020).

Com isso, o levantamento bibliográfico do referencial teórico buscou responder às seguintes questões: i. o que justifica a existência de fundos para o financiamento do investimento em infraestrutura; ii. como se configuram os principais mecanismos de financiamento do investimento em infraestrutura e iii. qual o movimento recente deste setor.

Este resumo está organizado em três seções. Após esta introdução, a seção 2 apresenta o circuito *finance-funding* e o sistema financeiro brasileiro, enquanto a seção 3 trata, ainda de forma breve, do movimento recente do financiamento do investimento em infraestrutura.

Palavras chaves: infraestrutura; crise; financiamento; debêntures

2. Infraestrutura, produtividade e crescimento econômico

O investimento em infraestrutura corresponde a uma classe de ativos que demandam investimentos de grande porte, apresentam mapas de riscos complexos e de longo prazo de maturação. Estes ativos têm efeitos importantes sobre as condições de oferta e de demanda. Pelo lado da oferta, possibilita a redução de custos e elevação da produtividade das empresas, contribuindo para o rompimento de gargalos estruturais de oferta no longo prazo e possibilitando o aumento da competitividade da economia. Pelo lado da demanda, levam à expansão de mercados regionais e, sobretudo, promovem a geração de emprego e demanda doméstica.

O setor de infraestrutura possui especificidades que tornam seu investimento menos atrativo quando comparados a outros setores. Dentre essas, vale destacar a necessidade de alto volume de capital, dado que muitos projetos são de grande escala e de longo prazo de maturação, tanto em relação a sua duração quanto para consolidação do fluxo de caixa. Esses aspectos fazem com que seja necessária uma estrutura de financiamento adaptada a tal setor, com prazos elevados de crédito, condizentes ao fluxo de caixa esperado e aos riscos mais elevados. Deste modo, o investimento em tal segmento é, em geral, questão central na atuação de diversas decisões de política e planejamentos econômicos. No entanto, as dificuldades em promover tal setor são diversas, uma vez que ao serem, muitas vezes, pouco atrativos à atuação de instituições privadas da sociedade. Nesse sentido, destaca-se a importância de instrumentos e mecanismos na promoção dos investimentos em infraestrutura.

No debate econômico, a despeito da aceitação ampla da centralidade do investimento, existem importantes divergências acerca de sua determinação e de seus efeitos sobre as economias. A defesa do argumento ortodoxo de que a retomada do investimento deveria acontecer via aumento da poupança, privada ou pública, se coloca com força. E tal argumento tem como elemento importante a necessidade de reformas e o ajuste fiscal com corte de gastos. Por outro lado, “poupança” no referencial teórico keynesiano é uma categoria pouco decisiva para que haja investimento. E tal referencial, decisões de investimento dependem da rentabilidade esperada, absoluta e relativa à rentabilidade esperada de outros ativos.

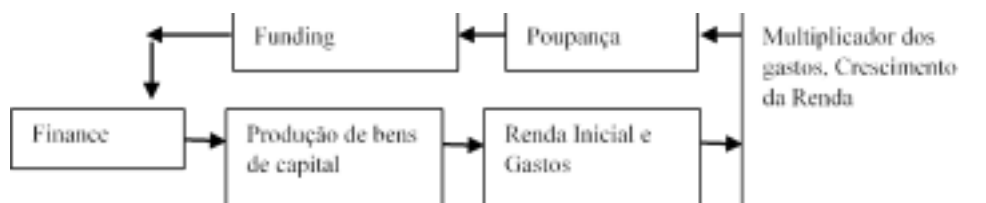
Logo, para compreender qual via seguir para um projeto de política econômica é necessário entender como se dá cada processo e quais são os principais agentes envolvidos. Nesta seção serão apresentados dois itens: o primeiro referente ao circuito *finance-funding* e o segundo acerca do sistema financeiro brasileiro.

i. A canalização dos recursos para o financiamento: circuito *Finance Investimento-Poupança-Funding*

O circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding* foi elaborado por Keynes (1937) para uma economia fechada e sem governo. Dentre as características principais deste circuito destaca-se a precedência do investimento em relação à poupança e o multiplicador de gastos como mecanismo que iguala poupança e investimento.

Segundo Keynes (1937), a primeira etapa do circuito é o *finance*. Quando os empresários decidem investir, demandam dos bancos depósitos à disposição para realizar suas inversões. O dinheiro pode ser obtido mediante empréstimos, mas também sob o uso de depósitos que resultem de recebimentos de caixa de vendas anteriores ou liquidação de outros ativos (Carvalho 2016).

Figura 1: Circuito *Finance-Investment-Saving-Funding* na economia fechada sem governo



Fonte: Arestis e Resende, 2015

Esse capital inicial viabiliza o investimento associado à produção de bens de capital, que por sua vez gera renda e, conseqüentemente, demanda por bens de consumo na economia, viabilizando portanto a sua oferta. Há, nessa fase, o multiplicador de gastos keynesiano, em que parcela da renda destina-se ao consumo e outra à poupança, esta é contabilmente da mesma magnitude do investimento e constitui o *funding* (Arestis e Resende, 2015).

O modelo keynesiano é estruturalmente distinto de modelos convencionais, em que a



curva de oferta de “capital” é determinada em última instância pelos poupadores, por meio de um exercício de maximização de utilidade. Para Keynes, a restrição financeira essencial ao investimento é a oferta de moeda voltada a saciar o motivo-financeiras gerado pelo investimento produtivo e a existência de mecanismos que permitem transformar seus passivos de curto prazo em ativos de longo prazo, gerando o chamado *funding* (Carvalho, *et al*, 2015).

ii. O sistema financeiro brasileiro

O atual sistema financeiro brasileiro resulta em boa parte de mudanças ocorridas nos anos 90 em que destacam-se: (i) processo de liberalização financeira, que permitiu a entrada de capital estrangeiro no sistema; (ii) movimento abrangente de fusões e aquisições, intervenções e liquidações de bancos privados, extinção ou privatização de bancos pertencentes a governos estaduais (Sarti e Mendonça, 2016).

Em relação aos bancos públicos, um amplo programa de privatizações ocorrido na década de 90 implicou na diminuição de bancos estaduais. Entretanto, o mesmo não ocorreu com os bancos públicos federais, como Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (Caixa), Banco da Amazônia (BASA) e Banco do Nordeste do Brasil (BNB), ambos regionais, e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Vale destacar a atuação deste último, o BNDES, enquanto principal instrumento do Estado para financiar investimento de longa maturação no Brasil, sobretudo para a infraestrutura e a indústria. Além das instituições bancárias, o sistema financeiro público brasileiro é composto por fundos compulsórios de poupança: FAT (Fundo de Apoio ao Trabalhador), FGTS (Fundo de Garantia de Tempo de Serviço) e Fundos Constitucionais (FNE, FNO e FCO).

Para apresentar os mecanismos de financiamento do investimento em infraestrutura, seguiu-se a divisão em duas classificações, como indicado por Torres Filho (2006): a primeira referente a origem de recursos (públicos ou privados), a segunda é uma subdivisão em que no primeiro caso o direcionamento pode ser feito com recursos fiscais (receitas de impostos e contribuições, caso do FAT) ou para-fiscais (a arrecadação é obrigatória, mas a propriedade é dos entes privados, caso do FGTS); no segundo, o direcionamento pode se dar atraindo recursos de maneira voluntária ou compulsória. Vale ressaltar que um fundo pode ter mais de uma fonte de recursos.

No caso de recursos fiscais, há um duplo objetivo para o FGTS, pois além de assegurar aos trabalhadores uma poupança compulsória, serve à constituição de um fundo contábil, de natureza financeira e privada, mas sob gestão pública (Biancarelli e De Conti, 2015), passível de uso para o financiamento de setores prioritários para o país, quais sejam, de habitação popular, saneamento ambiental e infraestrutura urbana, em linha com as diretrizes nacionais para esses setores e a política nacional de desenvolvimento urbano definida pelo Governo Federal.

Assim como o FGTS, o FAT também atende a um duplo propósito. Por um lado, serve de “núcleo” organizador das políticas de emprego do país; por outro, constitui uma importante fonte de *funding* para o financiamento de programas de desenvolvimento econômico. Os recursos do FAT são destinados ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico através do BNDES, na proporção de pelo menos 28%, de acordo com o art. 239 da Constituição da República Federativa do Brasil, enquanto a parcela restante

custeia o programa de seguro-desemprego e o abono salarial. Uma outra fonte de recursos para o financiamento do setor de infraestrutura é o mercado de capitais. Este mercado diz respeito a um conjunto de instituições e instrumentos cujo objetivo é canalizar recursos de médio e longo prazo, através de operações de compra e de venda de títulos e valores mobiliários, efetuados entre empresas, investidores e intermediários.

Promulgada em junho de 2011, a Lei 12.431 criou incentivos tributários para investidores de títulos privados de renda fixa, em especial para investimentos em debêntures simples (Silva, 2019). Adicionalmente, a lei criou as debêntures de infraestrutura, debêntures simples emitidas com vistas a implementar projetos em setores de infraestrutura considerados prioritários pelo governo. Em setembro de 2018, o estoque de debêntures, inexistentes antes de 2011, somava R\$ 51,8 bilhões, 55% superior, em termos reais, ao verificado um ano antes, e representava 15% do total do estoque de debêntures (Costa e Borça Jr, 2019).

3. Movimento recente do financiamento do investimento em infraestrutura

Durante o período que antecedeu a recessão, 2010-2014, o Brasil apresentou uma taxa de investimentos média de 20,5% do PIB (ABDIB, 2021). Após 2014, os investimentos em infraestrutura têm se caracterizado como insuficientes dentro dos valores estimados para gerar desenvolvimento econômico e social. Com a recessão que se iniciou no segundo trimestre de 2014 e foi até o fim de 2016, a taxa de investimento caiu significativamente e em 2019 atingiu 15,4%. Com este cenário, 2020 era tido como uma promessa para a recuperação, mas acabou marcando a intensificação de uma crise já existente.

Por fim, como verifica-se no gráfico a seguir, a partir de 2015 a participação do BNDES se reduz de uma média de 14,3% no período de 2010 a 2014 para apenas 5,00% no ano terminado em 1T2018. Essa queda reflete a reversão das transferências do Tesouro, da ordem de R\$ 400 bilhões no período anterior, que combinou com a mudança das políticas operacionais do BNDES e com a redução da demanda de financiamentos de longo prazo (Nota CEMEC, 2018).

Gráfico 3: Padrão de Financiamento dos Investimentos (FBCF) de Empresas e Famílias 2011 a 2018 1T - em % do Total



As incertezas relacionadas à pandemia global, com as respectivas implicações sobre expectativas de recuperação ou aprofundamento da crise econômica, e o consequente aumento da aversão ao risco podem limitar ainda mais o financiamento deste setor. O debate atual, portanto, recai sobre a atuação do Estado e as políticas públicas necessárias tanto para o investimento público quanto para o privado.

REFERÊNCIAS

- ARESTIS, Philip; RESENDE, Marco Flavio Cunha. **Fiscal Policy and the Substitution between national and foreign savings**, Journal of Post Keynesian Economics, V 37, N. 3, 2015
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INFRAESTRUTURA E INDÚSTRIAS DE BASE. Livro Azul da Infraestrutura. São Paulo, 2021. Disponível em: <<https://www.abdib.org.br/livro-azul-da-infraestrutura/>> Acesso em 05/03/2021
- BIANCARELLI, A. De CONTI, B. Direcionamento do crédito no Brasil dos anos 2010: um exame dos fundos de poupança compulsória e das exigibilidades sobre depósitos. FEBRABAN, 2015.
- CARVALHO, F. J. C. et al. Economia monetária e financeira: teoria e política. 3. ed. Rio de Janeiro:Elsevier, 2015.

On the nature and role of financial systems in Keynes's entrepreneurial economies. Journal of Post Keynesian Economics, v. 39, n. 3, 2016.
- KEYNES, J. M. **Alternative Theories of the Rate of Interest.** (Vol. CW). London, 1937a.

Mr. Keynes Finance (Vol. CW). London, 1937b.
- IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Taxa de investimento - FBCF/PIB. Disponível em: <<https://cidades.ibge.gov.br/brasil/pesquisa/10089/76999?tipo=grafico&indicador=77015>> Acesso em 05/03/2021.
- SARTI, F. e MENDONÇA, A. **Challenges for Brazilian Development: Investment and Finance.** Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2016
- SILVA, Mauro Santos. Fundos de Investimento e Financiamento de Projetos de Infraestrutura: uma leitura da configuração institucional e do desempenho operacional do FI-FGTS. Brasília: IPEA, 2019 (Textos para Discussão: 2486)
- TORRES FILHO, E. Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 13, n. 25, pp. 35-5-, jun. 2006.