



Homenagem
Ernane Galvêas
(1922-2022)

Carta do IBRE

Inflação alta e desequilibrada
reforça importância de fórmulas
paramétricas nos contratos

Entrevista

Samuel Pessôa
Pesquisador associado
do FGV IBRE



CONJUNTURA ECONÔMICA

FGV IBRE Editada desde 1947 • www.conjunturaeconomica.com.br • Julho 2022 • volume 76 • nº 07

Controle de preços

Por que é tão popular?

Investimentos

Infraestrutura como projeto país

Agenda ESG

O papel do setor de petróleo

Artigos

Fernanda Delgado

Geraldo Biasoto Jr.

José Roberto R. Afonso

Murilo Ferreira Viana

Nelson Marconi

Rafael Martins de Souza

Samuel Pessôa

Thiago Felipe R. Abreu



ME DÁ UM DINHEIRO AÍ?



Cenário desfavorável no curto
prazo não deve interromper
tendência de **crescimento** e
diversificação no mercado
brasileiro de **crédito**

A premência do investimento, sobretudo em infraestrutura e público

José Roberto R. Afonso

Professor do IDP e ISCSP/Universidade de Lisboa e consultor independente

Geraldo Biasoto Jr.

Doutor em economia e professor do IE/Unicamp

Murilo Ferreira Viana

Consultor e mestre pelo IE/Unicamp

Thiago Felipe R. Abreu

Doutorando da PPGCE/Uerj

As taxas de investimento fixo no Brasil, seja a total para a economia ou a da administração pública, se tornaram marcadamente baixas, em termos históricos, e ainda decrescentes, nos últimos anos. É consenso, talvez já até unanimidade, que a recuperação do crescimento depende da emergência em reverter essa situação. Falta discutir mais e definir como superar esse desafio.¹

A fragilidade das condições de funcionamento da economia brasileira vai muito além dos percalços vividos com a Covid-19 ou dos desafios colocados para a economia mundial pela guerra na Ucrânia. Não que os dois fatos não sejam de imensa importância, muito pelo contrário, pois já se forma um consenso de que tanto os países como as empresas internacionais estão mudando suas estratégias produtivas e locacionais para uma ótica de redução de riscos nos suprimentos de todos os gêneros.

Já não há a menor dúvida de que a saída da crise passará por aumento de investimento fixo, ainda mais em país tão carente de infraestrutura básica.

Essa verdade se impõe por duas vias. De um lado, pela fragilidade da dinâmica da indústria e da maioria dos setores que lideraram o investimento na última década. De outro, porque o maior e mais qualificado componente da ampliação do PIB potencial é justamente a infraestrutura.

Pior do que investir pouco, é investir abaixo do mínimo. Há evidências de que o Brasil atualmente vive um intenso processo de *desinvestimento*. Seja comparativamente a outros países, em diferentes estágios de desenvolvimento, seja numa perspectiva temporal, os investimentos no Brasil apresentam uma necessidade de incremento urgente para a alavancagem produtiva do país (Iedi, 2021).

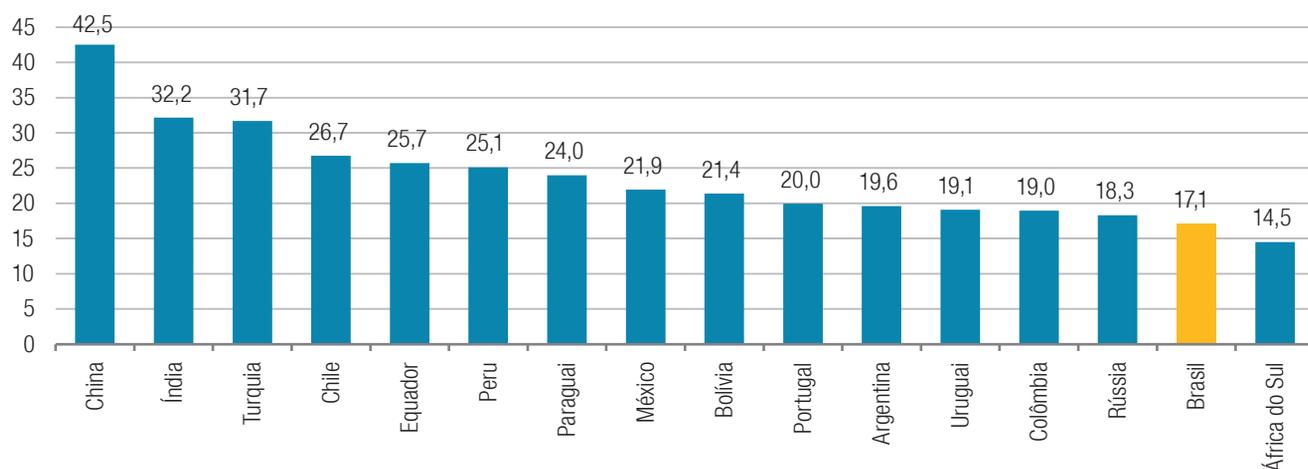
Comparando dados internacionais do FMI projetados para 2022 – *vide* figura 1 (só para economias próximas) –, se verifica que o Brasil ostenta a 147ª colocação num total de 170 países em *ranking* da razão formação de capital fixo/PIB a nível agregado. A taxa brasileira, de 17,1% do PIB, é pouco mais de metade tomando como referência Turquia e Índia, é muito in-

ferior a vários outros países dotados de capital social ainda em formação.

Especificamente quanto ao investimento público em infraestrutura, o mesmo quadro grave é constatado com dados da OCDE – *vide* figura 2. Em 2019, o Brasil chegou a 1,67% do PIB, isso representava a metade da média dos países da OCDE. Pior, países com infraestrutura plenamente constituída, como a França e a Coreia do Sul, apresentam quociente de investimento em infraestrutura sobre PIB muito superiores à média da OCDE.

O mais espantoso não é apenas estar atrás de outras economias emergentes em termos de taxa de investimento, é o Brasil retroceder rápida e gravemente na infraestrutura básica contra seu passado recente. O total de investimento em infraestrutura, a preços de 2021, foi de apenas R\$ 147 bilhões nesse ano, contra R\$ 207,5 bilhões em 2014, segundo a Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base (ABDIB).² Com isso, o estoque específico de capital na infraestrutura atingiu o seu auge em 53,7% do PIB, em torno dos 1990, e 3 décadas depois,

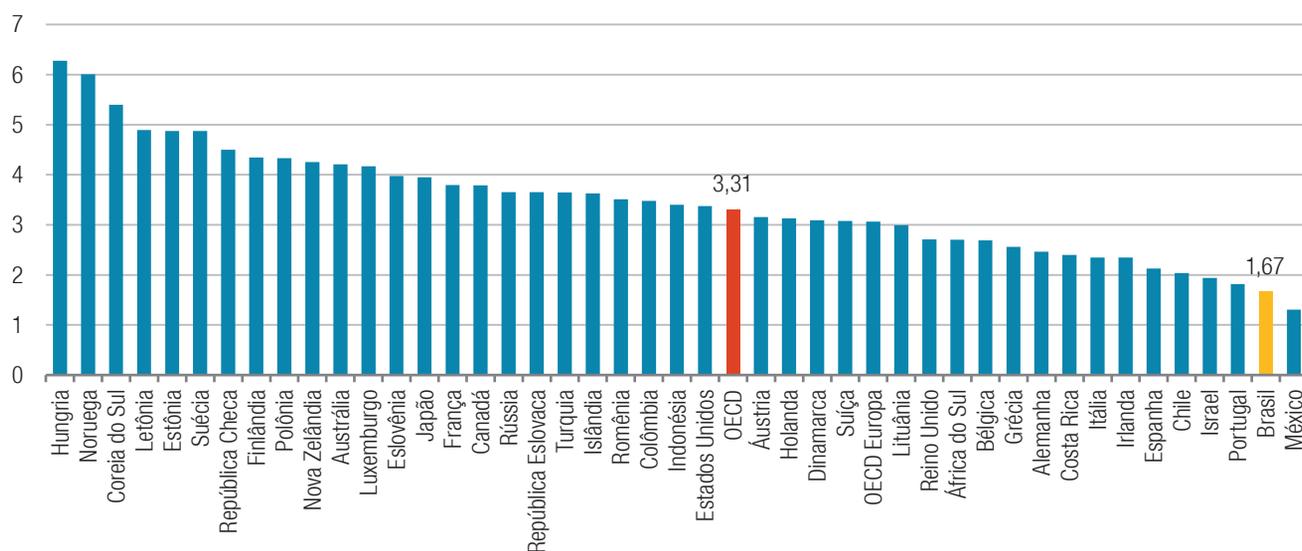
Figura 1 Formação bruta de capital fixo: em % do PIB (2022)



Fonte: FMI. *World Economic Outlook Database*, abr. 2022.

Nota: Amostra total de 170 países, Brasil: colocação 147.

Figura 2 Investimento público: em % do PIB (2019)



Fonte: Estatísticas das Contas Nacionais da OCDE (base de dados).

Nota: Os dados do Chile e da Turquia não estão incluídos na média da OCDE devido à falta de séries temporais. Os dados para Japão, Brasil e Rússia são de 2018 e não de 2019.

recuou para 37,4%, segundo cálculos de Claudio Frischtak. Ele projeta em 23 pontos do PIB o hiato de estoque, porque o necessário seria na casa de 60 pontos do produto. Isso resulta de uma frustração no fluxo de investimento no setor da ordem de 1,91 ponto do PIB apenas em 2021, ou seja, se investiu 1,73 contra uma necessidade de 3,64 pontos do produto.³

A involução é mais marcante quando se considera apenas a despesa realizada pelas administrações públicas. O investimento líquido, ou seja, o investimento bruto menos a depreciação do estoque, tem sido negativo desde 2015 no caso do governo federal. No caso dos estados, desde 2016 isso se dá, exceto pelo ano de investimento de 0,01% do PIB, em 2021. No caso dos

governos municipais, embora 2017, 2018 e 2021 apresentaram comportamento negativo, tendo sido respeitado o ciclo eleitoral com investimento líquido positivo de 0,23% do PIB, em 2020, único resultado razoável para os três níveis de governo desde 2017.

Os dados revelam um comportamento tão medíocre que em 11 anos, de 2010 a 2021, o investimento pú-

blico bruto em ativos não financeiros foi, na média anual, 1,75% do PIB. Ao deduzir a depreciação média anual, de 1,48% do PIB, o resultado líquido, ou seja, o investimento líquido, limitou-se a 0,26% do PIB, como pode ser observado na figura 4. Ou seja, a colaboração dos governos no investimento do país foi pífia nos últimos 11 anos.

É muito relevante que um aspecto da economia pública brasileira seja ressaltado. Como pode ser verificado na figura 5, o Brasil tem uma posição muito singular no confronto entre o valor investido e os gastos gerais de governo. Na média dos países da OCDE, o investimento representa 8,1% do gasto público. Já no Brasil, essa correlação é de ínfimos 2,5%, colocando o país na última posição, quando contabilizados dados de 2019.⁴

Na avaliação do investimento governamental, também é crucial atentar para sua natureza. Entre os diversos países listados na figura 5,

o Brasil apresenta uma das menores participações do investimento federal no conjunto do investimento governamental. De fato, cada nível de governo acaba por se especializar em segmentos específicos. Exemplos disso é o investimento em asfaltamento e recapeamento da malha urbana e postos de atendimento básico de saúde, onde a presença dos governos municipais é muito forte. Assim, é fundamental notar que a baixa participação federal constitui evidência de que ações de caráter integrador são as mais afetadas, com sérios desdobramentos para a realidade nacional.

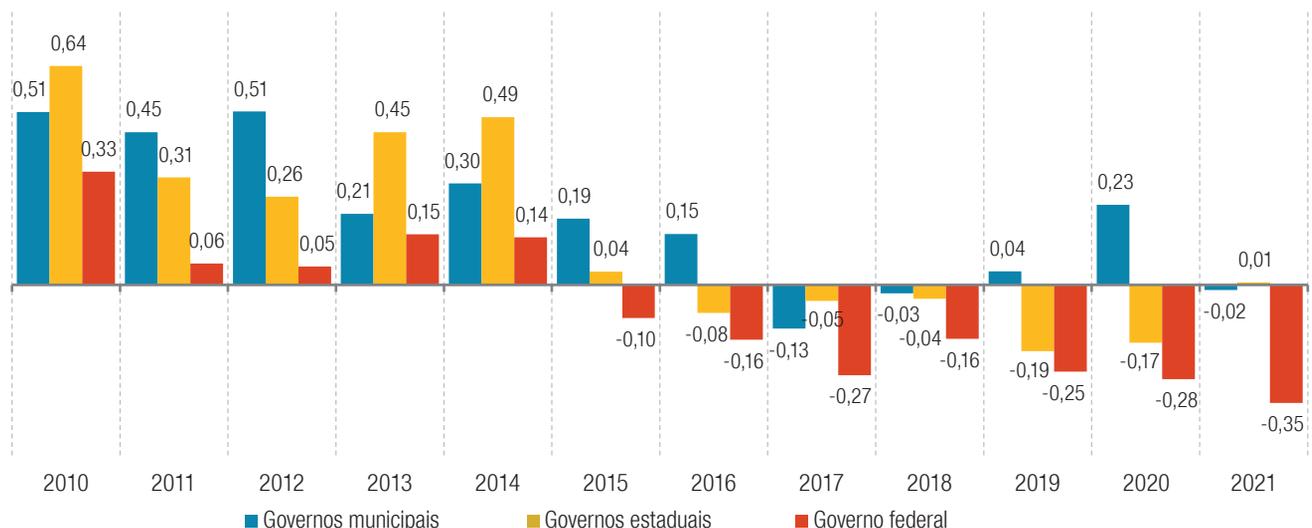
Há um elemento catalisador em todo esse processo de esmagamento do investimento público nos últimos 5 anos: o teto de gastos. Na esteira do final do governo Dilma, a regra do teto de gastos federais pareceu a muitos uma forma de impedir que a tendência à expansão do gasto se transformasse em déficits públicos ou nas tradicionais elevações da carga tributária. Havia até

uma esperança de que, em conjunto com a reforma da Previdência, tornasse condição essencial para que as contas públicas fossem equacionadas.

A realidade foi bem outra. A reforma da Previdência demorou até o outro governo para acontecer e o gasto corrente foi pouco contido. A forma de ajuste foi a focalização da tesoura no investimento. Pelo lado das despesas, dificuldades de efetiva restrição de gastos correntes, em virtude da elevada rigidez orçamentária, também vem levando os estados a restringir severamente o espaço orçamentário para investimentos e outras despesas discricionárias importantes para o país como as focalizadas em programas sociais. Se faz necessário repensar o regime fiscal brasileiro, mas sem deixar de lado a necessidade de se buscar uma trajetória de equilíbrio para a dívida pública.

Não há, no entanto, como deixar de verificar que há um viés anti-investimento na gestão das políticas públicas.⁵ Desde a Constituição de 1988,

Figura 3 Investimento público líquido em ativos não financeiros: em % do PIB por esfera do governo (2010-2021)



Fontes: STN e CTN/IBGE. Elaboração própria.

Figura 4 Investimento público bruto e líquido de 2010 a 2021 (em % do PIB)

+ Investimento bruto público total em ativos não financeiros	1,75
- Depreciação	1,48
= Resultado líquido investido	0,26

Fontes: STN e CTN/IBGE. Elaboração própria.

as políticas de gasto social ocuparam papel na despesa pública. Confrontar a fome e a perversa distribuição de renda do país com elevação do salário mínimo real, Bolsa Família, Loas, Auxílio Brasil acabaram ocupando todo o espaço nos orçamentos públicos. O investimento público ficou órfão de defensores mais organizados e do apelo eleitoral.

Com as atuais regras fiscais vigentes, é quase impossível que o cenário das finanças públicas federais seja alterado para beneficiar o investimento. Por isso, o futuro do país depende da construção de uma nova institu-

cionalidade para dar suporte ao investimento em infraestrutura. Essa construção depende da formação de um *locus* institucional, da participação privada e da formatação de uma nova arquitetura de financiamento.

A história da deterioração de nossa capacidade de investimento público do Estado remonta há 40 anos, tendo começado com a crise da dívida externa de 1981/82.⁶ O colapso da capacidade de financiamento governamental levou a uma penosa reorganização das contas públicas, onde subsídios e benefícios setoriais se multiplicavam, com o

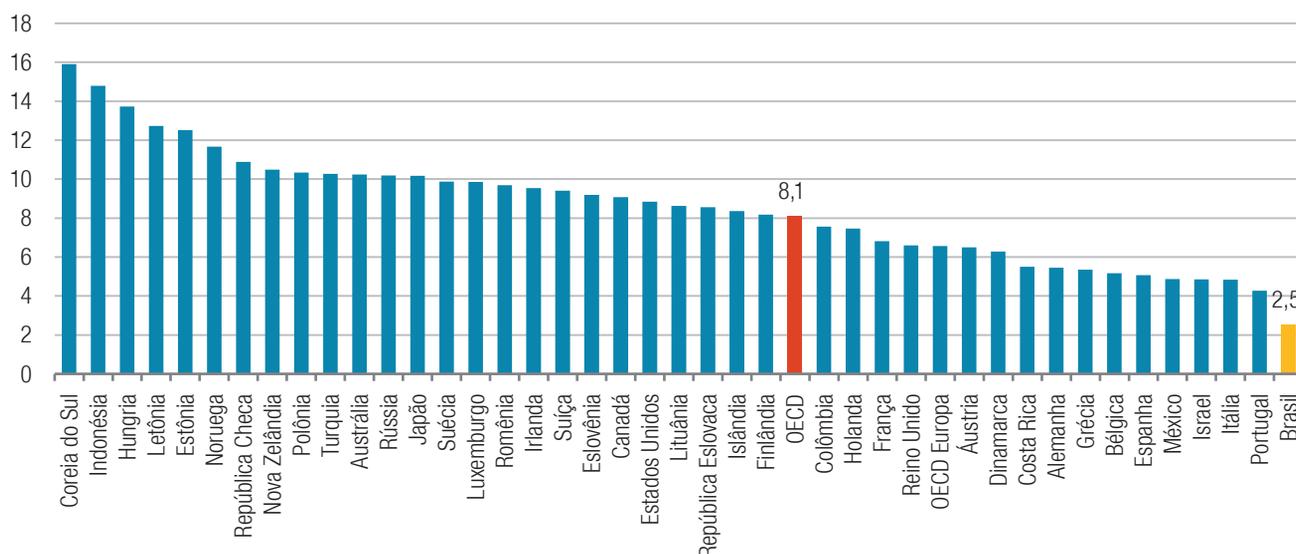
foco na redução do déficit público. As empresas estatais sofreram imenso controle em seu acesso ao crédito, a começar do crédito externo, virtualmente paralisado com a crise da dívida latino-americana.

As dificuldades financeiras tanto para pagamento a prestadores de serviços quanto na realização de investimentos deram impulso ao crescimento da propensão de agentes privados a participar de investimentos tradicionalmente realizados pelo Estado, aí inclusa a gestão dos serviços ofertados à sociedade.

O processo ganhou impulso com a expectativa, em grande parte atendida, de um novo patamar de eficiência, derivado da gestão privada. As concessões públicas, existentes de longa data no país, avançaram no setor rodoviário, no qual a antiga gestão pública das estradas foi substituída pela gestão privada com cobrança de pedágios colocada em novo patamar.

As privatizações transferiram ao setor privado ativos estatais egressos do próprio histórico de emergência

Figura 5 Investimento público em % dos gastos totais do governo (2019)



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

do capitalismo no Brasil. Primeiramente nos setores aéreo, petroquímico e siderúrgico. Posteriormente no setor elétrico e nas telecomunicações. Tais movimentos foram críticos para desatar nós setoriais que estrangulavam o crescimento e a oferta de bens e serviços a empresas e à população.

Na sequência, a emergência das parcerias público-privadas, em suas formas administrativa e patrocinada, trouxe imenso oxigênio para diversas ações que historicamente foram realizadas pelo setor público envolvendo maior parcela de investimentos.

É necessário, no entanto, ir além do que já se fez. Os projetos estruturantes, em termos de infraestrutura, carecem de uma institucionalidade que os ampare como projetos de país, ao contrário de projetos de governo. Por isso, é necessário que seja construído um orçamento de capital, sem o caráter anual e sem os vícios que o PPA acabou assumindo. Esse orçamento terá que expressar os grandes desafios da infraestrutura nacional, mas não será apenas de responsabilidade do Executivo. Dessa maneira, as articulações em torno dos projetos terão a priorização necessária e o aceno ao maior número de *players* possível.

Essa não é uma ideia nova. O economista britânico John Maynard Keynes defendeu, conforme publicado em suas *Obras completas*, o privilégio aos investimentos e o manejo do orçamento de capital.⁷ A preferência de Keynes pelo gasto público em investimento no lugar de custeio advinha da necessidade de aumento do estoque de capital até o retorno futuro pelo multiplicador disparado. Para realçar tais gastos, ele também propôs um orçamento de capital.

Em verdade, o orçamento de capital poderá ser a forma mais pala-

Os projetos estruturantes, em termos de infraestrutura, carecem de uma institucionalidade que os ampare como projetos de país, ao contrário de projetos de governo

tável de se tornar o teto de gastos no que deveria ter ocorrido desde seu nascedouro, focado no gasto corrente. Vale notar o ponto teórico, terá legitimados seus projetos pelo retorno financeiro e econômico positivos, isso autoriza que esses gastos excedam as receitas normais de governo. Mais que isso, deverá ter o nome de orçamento de modo a trazer para dentro de si a capacidade gerencial privada e as chances oferecidas pelo mercado financeiro para geração de poupanças. Dessa forma, seu foco estará na construção do que poderíamos chamar de *joint ventures* de uma segunda geração.⁸ Nessas estruturas, o Estado assume o risco próprio a seus marcos regulatórios e repassa ao privado um nível de risco suportável e as tarefas que ele melhor desempenha.

Há recursos a mobilizar no mercado doméstico de capitais e é possível obter acesso a poupanças externas. Os instrumentos de transformação e canalização da poupança macroeconômica para o investimento também

existem, quando possa ser necessário um conjunto de aprimoramentos. As debêntures incentivadas⁹ são um exemplo e as alterações em tramitação trazem grandes ganhos.

Enfim, a inovação institucional de se adotar um orçamento de capital é um dos possíveis caminhos de reformas a se percorrer para reverter a atual triste e a insana opção preferencial brasileira pelo desinvestimento, estagnação e degradação social. ✉

¹Dois bons e recentes debates sobre taxa de investimento no Brasil foram realizados pelo Instituto Brasileiro de Economia (FGV IBRE) e pelo TCU e Fiesp. A gravação dos debates pode ser acessada nos seguintes endereços eletrônicos: <https://bit.ly/3A1axUb> e <https://bit.ly/3NkIOSM>.

²Vide levantamento anual da ABDIB divulgado em maio de 2022.

³Vide *Carta de Infraestrutura*, InterB Consultoria, n. 21, 2022.

⁴Uma boa análise sobre o papel da infraestrutura na retomada da economia brasileira foi realizada pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi), em 2021. Para mais detalhes, ler: KELLER, D.; ROCHA, I.; ROSA, R.; MARQUES, M. O papel da infraestrutura na retomada da economia brasileira. *Carta IEDI*, n. 1.089, jun. 2021.

⁵Um bom detalhamento do TCU sobre alguns dos atuais e principais problemas associados aos investimentos públicos pode ser observado no *Diagnóstico das obras paralisadas no Brasil financiadas com recursos federais*. Para mais informações, acesse: <https://bit.ly/3A8J6Ib>.

⁶Para mais detalhes, ler: CRUZ, P. D. *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta*. Coleção Teses – Unicamp. Campinas, 1999.

⁷O pensamento fiscal de Keynes, mas sobretudo em relação ao investimento público, é detalhado no livro AFONSO, J. R. *Keynes, crise e política fiscal*, 2012.

⁸Ler: BIASOTO JUNIOR, G.; AFONSO, J. R. Estado e novo arranjo para o financiamento do investimento público no Brasil. *Economia e Sociedade*, v. 26, n. 1, 2017.

⁹Para mais detalhes sobre a relevância das debêntures incentivadas, ler: BORENSZTEIN, E.; CAVALLO, E.; DOS SANTOS, P. P. *Infrastructure bonds: the case of Brazil*. IDB, 2022.