

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA NO
BRASIL (2003-2015): expansão recente e o novo
modelo de financiamento**

GABRIEL FARIA GUERRA E CUNHA
matrícula nº 111012647

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

CO-ORIENTADOR: Prof. Antônio José Alves Júnior

AGOSTO 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA NO
BRASIL (2003-2015): expansão recente e o novo
modelo de financiamento**

GABRIEL FARIA GUERRA E CUNHA
matrícula nº 111012647

ORIENTADOR (A): Prof. André de Melo Modenesi

CO-ORIENTADOR: Prof. Antônio José Alves Júnior

AGOSTO 2015

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, aos meus pais por toda a dedicação, apoio incondicional, pela estrutura que sempre lutaram para me dar e todo o amor durante minha vida.

Aos meus amigos do Cruzeiro, que acreditaram em mim e estiveram presentes desde então nos vários momentos de festa e boas recordações, assim como no apoio aos estudos.

À minha namorada Luisa, que me apoiou durante toda a elaboração deste trabalho e fez desta fase um momento mais especial.

Aos professores do Instituto de Economia da UFRJ pelo grande conhecimento que pude adquirir e pela visão de mundo mais abrangente.

Ao grupo de pesquisa sobre garantias de infraestrutura, do qual fazem parte meu orientador André Modenesi, de quem pude extrair grandes contribuições para a monografia, e o Lucas, que me ajudou na pesquisa.

Por fim, gostaria de agradecer ao meu co-orientador Antônio Alves pela ideia inicial da monografia, pelas reuniões que trouxeram novos conhecimentos para meu trabalho, assim como pela paciência em revisar diversas vezes o texto.

RESUMO

Esta monografia teve como foco principal a evolução do investimento em infraestrutura no Brasil no período de 2003 até o ano presente, ressaltando a importância, os riscos e incertezas inerentes a esse tipo de investimento. A partir do contexto econômico e das medidas do governo, se buscou detalhar a evolução observada no período, baseada principalmente no aumento dos gastos e do crédito público, acompanhados pelo aumento dos gastos e do crédito privado. Por fim, há uma análise do novo modelo de financiamento dos projetos de concessão de infraestrutura, sublinhando-se os riscos iminentes a essa mudança para o fortalecimento da infraestrutura nacional, dadas as especificidades dessa modalidade de investimento junto ao cenário atual da economia.

ÍNDICE

CAPÍTULO I - INFRAESTRUTURA: TEORIA E PECULIARIDADES	12
I.1– Externalidade e monopólio natural.....	14
I. 2 – Condições de atratividade para o investimento	16
I.3 – Riscos Associados	18
I. 4– Project Finance x Corporate finance	22
II – A RETOMADA DOS INVESTIMENTOS EM INFRAESTRUTURA (2004 – 2014)	27
II.1 – Programas principais	30
II.1.1 - Projeto Piloto de Investimentos (PPI).....	30
II.1.2. - Operação Tapa-Buracos	31
II.1.3. - Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).....	31
II.1.4 Programa de Aceleração do Crescimento (PAC II).....	33
II.1.5. Programa de Investimento em Logística – (PIL).....	33
II.2. – Crescimento dos investimentos em infraestrutura	35
III – O NOVO MODELO	41
III.1 - O ajuste fiscal de 2015	42
III.1.1 – Inflação.....	42
III.1.2. - Déficit fiscal.....	43
III.1.3 - Aumento da Dívida Pública.....	45
III.2 - Projeto de Investimentos em Logística II (PIL II).....	48
III.2.1 - Apresentação geral do PIL II	48
III.2.2 – Mudanças no PIL 2	50
III.2.3 - Incertezas no programa	51
III.2.4 - Participação do BNDES.....	53
III.2.5 - Ceticismo sobre as Debêntures	55
CONCLUSÃO	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	62

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 – Evolução da Taxa SELIC.....	25
Gráfico 2.2 – Evolução do Superávit Primário.....	26
Gráfico 2.3 – Evolução da Dívida Líquida do Setor Público.....	26
Gráfico 2.4 – Evolução da Balança Comercial.....	27
Gráfico 2.5 - Volume dos investimentos em Infraestrutura (sem Petróleo & Gás).....	33
Gráfico 2.6 – Volume de Infraestutura sobre o PIB.....	33
Gráfico 2.7 - Formação Bruta de Capital Fixo na esfera pública e privada.....	34
Gráfico 2.8 – Desembolsos do BNDES para Infraestrutura e Total.....	35
Gráfico 2.9 – Saldo percentual (%PIB) das operações de crédito no país.....	35
Gráfico 2.10– Variação percentual das operações de crédito.....	36
Gráfico 2.11 – Mercado de capitais no período.....	37
Gráfico 3.1 – Índice de Preços ao Consumidor Amplo.....	41
Gráfico 3.2 – Resultado fiscal do governo central.....	42
Gráfico 3.3 – Despesa do governo central.....	43
Gráfico 3.4 – Dívida Bruta do governo central.....	43
Gráfico 3.5 – Orçamento dos Ministérios ligados à Infraestrutura.....	44
Gráfico 3.6 – Captações com o Tesouro Nacional.....	45
Gráfico 3.7 – Repasses do Tesouro Nacional para o BNDES.....	45

Índice de tabelas

Tabela 3.1 –“Programa de Incentivo ao Mercado de Renda Fixa” – Condições de financiamento.....	56
--	----

INTRODUÇÃO

O investimento é um elemento crucial na análise econômica. No curto prazo ele contribui para sustentar os níveis de demanda agregada, emprego e de renda, enquanto no médio e longo prazo, concorre para ampliar a capacidade produtiva da economia, viabilizando elevadas taxas de crescimento sem criar maiores pressões inflacionárias. Assim, a ampliação do investimento – ou da formação bruta de capital fixo (FBCF) – é um elemento central para o desenvolvimento socioeconômico.

Dentre os vários tipos de investimento, a infraestrutura merece destaque. Nos termos colocados pelo IPEA (2010, p.16),

A oferta eficiente de serviços públicos de infraestrutura é um dos aspectos mais importantes das políticas de desenvolvimento econômico e social. A prestação eficiente de tais serviços condiciona significativamente a produtividade e a competitividade do sistema econômico, ao mesmo tempo em que melhora o bem-estar. Portanto, uma adequada disponibilidade de infraestrutura e de seus serviços correlatos é condição indispensável para que o país possa desenvolver vantagens competitivas, e de fornecimento de energia. Além disso, tais inversões promovem efeitos multiplicadores alcançando maior grau de especialização produtiva. Os investimentos em infraestrutura elevam a competitividade sistêmica da economia, melhorando as condições de transportes, de comunicação e dinamizadores nos demais setores, induzindo a outros investimentos.

Dada a relevância da infraestrutura para o crescimento e desenvolvimento econômico de um país, torna-se de extrema relevância discorrer sobre o tema, especialmente diante do quadro de desaceleração econômica em que o país se encontra. Não é por outra razão que um dos pilares para a retomada do crescimento econômico, de acordo com a atual equipe econômica do governo, é a continuidade dos investimentos em infraestrutura, ao lado do ajuste fiscal.

Impulsionar os investimentos em infraestrutura não é uma tarefa simples. Por diversas características, dentre as quais se encontram os riscos de construção e de demanda, além de seu longo prazo de maturação, o horizonte para esses investimentos está envolto a muitas incertezas. Por essa razão, em muitos países, inclusive o Brasil, a

participação do Estado, seja como investidor, seja como financiador, tem se mostrado relevante.

Ocorre que o ajustamento fiscal proposto pelo atual governo implica no corte de recursos para investimentos públicos em infraestrutura de transportes, mobilidade urbana, saneamento e outros. Ademais, o atual Ministro da Fazenda, Joaquim Levy, decidiu que o financiamento do investimento em infraestrutura não poderá contar, quase exclusivamente, com recursos do BNDES, como vinha ocorrendo até recentemente.

Assim sendo, o aumento dos investimentos em infraestrutura passará a depender tanto da maior participação dos investimentos comandados pelo setor privado – dado o horizonte de corte dos investimentos públicos – enquanto em maior participação do financiamento privado.

Haveria alguma contradição entre a redução do papel do Estado e o aumento dos investimentos em infraestrutura, tal como proposto pelos condutores da atual política econômica? A resposta a essa pergunta, ainda que fundamental, não é uma tarefa simples, uma vez que se trataria de um exercício de perscrutar o futuro, sujeito à diversas influências e determinantes ainda não manifestos. O objetivo dessa monografia é, por essa razão, bem mais modesto. Pretende deixar mais claro o quanto a estratégia de ampliação dos investimentos em curso desde o fim de 2014 altera consideravelmente o modelo vigente de retomada dos investimentos em vigor desde 2004. A partir daí, sublinha-se alguns dos riscos intrínsecos a essa mudança para o fortalecimento da infraestrutura nacional, dadas as especificidades dessa modalidade de investimento.

Para tanto, esta monografia está estruturada em três capítulos. No primeiro capítulo, discutem-se as peculiaridades do investimento de infraestrutura, concluindo que há grandes incertezas tanto na decisão de investir quanto na decisão de financiar. No segundo capítulo, descrevem-se as linhas básicas da retomada do investimento em infraestrutura promovido pelo governo federal a partir de 2004, que se apoiou em parcerias público-privadas e investimento público, com crescente participação do financiamento público. Observa-se que, ao longo deste período, o volume de investimento em infraestrutura cresceu aceleradamente. Ademais, apresentam-se indícios de que tanto o mercado de capitais como o crédito privado também se expandiram, ao menos até a crise de 2008, sugerindo uma espécie de efeito *crowding in*, em que a expansão do setor público foi acompanhada pelo setor privado. A partir daí,

no terceiro capítulo, faz-se uma breve descrição da política de ajuste fiscal implementada desde 2015 e da política de investimento em infraestrutura, que pressupõe, para ser bem sucedida, que o ajuste fiscal é a contrapartida do aumento dos investimentos em infraestrutura, baseados na maior participação privada, tanto no financiamento quanto no investimento, uma perspectiva relacionada com a tese do *crowding out*, representando assim uma ruptura com modelo anterior.

CAPÍTULO I - INFRAESTRUTURA: TEORIA E PECULIARIDADES

INTRODUÇÃO

Apesar da retomada recente dos investimentos, o nível da infraestrutura brasileira ainda se afigura como pouco satisfatória. Para reverter esse quadro deve-se atentar aos investimentos em infraestrutura, uma vez que esses causam efeitos importantes na economia. Do lado da oferta, a expansão e/ou renovação da infraestrutura amplia a competitividade e melhora no bem-estar, por meio do provimento de serviços essenciais e das grandes externalidades. Do lado da demanda, em especial, durante a fase da implantação, os investimentos em infraestrutura respondem pela utilização, direta e indireta, de volume considerável de mão-de-obra, bens de capital e insumos, impulsionando diversos setores da economia.

Analisando de forma mais detalhada os efeitos no lado da oferta, a maior competitividade se dá pelo aumento produtividade dos fatores. Segundo Ferreira (1996), para uma dada quantidade de fatores de produção privados, uma maior dotação de equipamentos de infraestrutura (estradas, ferrovias, linhas de transmissão) eleva o produto final e conseqüentemente eleva a produtividade dos fatores privados e reduz o custo por unidade de insumo. O aumento de produtividade, por sua vez, pode contribuir para o crescimento do lucro privado, encorajando novos investimentos e novos empregos.

Sendo assim, a disponibilidade de boa infraestrutura, *coeteris paribus*, aumenta a rentabilidade, contribuindo para alavancar os investimentos produtivos. A maior eficiência econômica que se dá diretamente – através da expansão da capacidade logística, energética e de outros serviços - e indiretamente, através da melhoria na produtividade total dos fatores - propiciando o crescimento econômico do país.

Os benefícios gerados por uma melhor infraestrutura, *coeteris paribus*, barateiam os custos do abastecimento interno, reduzindo os preços ao consumidor final, que levam a um maior poder de compra da população e um impacto deflacionário no índice de preços, gerando por fim ganhos de bem-estar. Somado a isso, tem-se o benefício do aumento da competitividade internacional, gerando benefícios para a balança comercial do país.

Dessa forma, a melhoria da infraestrutura contribuiria para o aumento da produção das empresas. O país como um todo seria beneficiado pelo ganho de produção, ampliando o nível de emprego, demanda e salários. Dessa forma, uma vez garantida a demanda agregada, o aumento da produtividade pode fazer cair os preços dos produtos, ampliando a demanda por bens e serviços e, como consequência, a demanda por mão de obra.

Assim sendo, o investimento no setor de infraestrutura, ao ampliar a oferta de serviços que são fundamentais para o funcionamento da economia, funcionam como uma forma particular de progresso tecnológico, aumentando a produtividade total. Nesse sentido, custos são reduzidos, e a eficiência obtida aumenta a disponibilidade de recursos, deslocando para cima o produto potencial.

Apesar de todas essas benesses, nos dias de hoje, em praticamente todos os países do mundo, há relatos de forte carência de infraestrutura nova e modernizada. O déficit global estimado de investimento em infraestrutura situa-se atualmente em investimentos adicionais de cerca de US\$ 1 trilhão por ano (WORLD ECONOMIC FORUM, 2014)

O Brasil é um dos muitos países que experimentam um “gargalo” de crescimento devido à falta de infraestrutura. De acordo com o Relatório Global de Competitividade (2012-2013), embora a economia do Brasil seja a sexta maior do mundo, o país ocupa o 114º lugar em qualidade geral da infraestrutura, atrás de China, Índia e Rússia, assim como de outros países latino-americanos, como México e Chile.

Dado esse cenário, é importante que haja um foco no aumento do investimento, pois no curto prazo ele contribui para sustentar os níveis de demanda agregada, emprego e de renda, enquanto no médio e longo prazo, concorre para tornar a economia mais produtiva, viabilizando a manutenção de elevadas taxas de crescimento sem criar maiores pressões inflacionárias. Assim, a ampliação do investimento – ou da formação bruta de capital fixo (FBCF) – é um elemento central para o desenvolvimento socioeconômico.

Por outro lado, a despeito de sua centralidade para a economia, imprimir maior velocidade aos investimentos em infraestrutura não é trivial, tal como aponta Keynes (1996 [1936]).

O investimento, de uma forma geral, é decidido por empresários com base na eficiência marginal do capital. A eficiência marginal do capital não é apenas um efeito da produtividade física dos equipamentos. É o reconhecimento de que a previsão dos lucros futuros necessária para calcular o retorno é feita sob incerteza. E de que quanto mais longo for o prazo de maturação e quanto mais complexos os fatores que determinam receitas e despesas de um projeto, mais difícil e imprecisa será a projeção da eficiência marginal do capital. Assim sendo, investimentos em atividades com essas características, ainda que fundamentais e necessários, se tornam mais sensíveis com a relação à confiança dos investidores acerca do futuro.

Mas, além da decisão de investir, há que se levar em conta também que projetos de grande envergadura necessitam da obtenção de financiamento. A decisão de financiar, por sua vez, também envolve, por parte do banqueiro ou do agente do mercado de capitais, uma decisão sob incerteza. Ao decidir financiar um projeto, bancos e demais agentes financeiros assumem compromissos com terceiros para colocar nas mãos do investidor poder de compra, em troca do recebimento deste mesmo montante, acrescido de juros ao longo do prazo de financiamento. Ele só fará essa operação na medida em que confie que o tomador dos recursos seja capaz de lhe pagar os compromissos contratuais, remunerados pelos juros ajustados ao risco, o que depende do sucesso do empreendimento ou do valor das garantias contratuais, caso precisem ser executadas. Quanto maior o prazo dos investimentos, maior a incerteza sobre a capacidade de pagamentos. Quanto maior a incerteza quanto ao recebimento dos recursos emprestados, maior o risco que enfrenta para assumir obrigações que deram origem aos financiamentos.

Assim, a despeito da clara importância da infraestrutura, a aceleração desses investimentos não é fácil, tendo em vista a grande incerteza que os envolve. Essa incerteza está relacionada a uma série peculiaridades e riscos que envolvem especificamente os ativos de infraestrutura e que os diferenciam de outros investimentos produtivos abordados a seguir.

I.1– Externalidade e monopólio natural

Os ativos de infraestrutura se destacam pelas seguintes características marcantes: originam externalidades¹ positivas; os investimentos iniciais são elevados e intensivos

¹ As externalidades podem ser definidas como todas as formas de interdependência econômica direta

em capital; a execução dos projetos envolve longo prazo de maturação. Tais características têm implicações importantes nas condições de exploração, na definição dos fluxos de caixa do projeto e nas condições para que seja um projeto economicamente atraente.

De acordo com o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID, 2000), as regiões diretamente beneficiadas com serviços de infraestrutura logram externalidades positivas, atraindo indústrias, capital humano, aumentando a produtividade e estimulando o crescimento econômico. As externalidades positivas são geradas à medida em que serviços de infraestrutura afetam outras atividades econômicas, tanto diretamente quanto indiretamente, uma vez que eles contribuem para a produção e distribuição, permitindo a integração do espaço nacional e melhorando a segurança e as condições de vida.

Dado que os serviços de infraestrutura servem de suporte para as demais atividades econômicas e geram as externalidades positivas citadas², a relação custo-benefício privada tende a ser inferior à social. Por isso, o volume de investimentos tende a ser inferior ao socialmente desejável se sua oferta depender unicamente dos investimentos privados (os quais visam primordialmente o lucro).

Ao lado da geração de externalidades, como regra, ativos de infraestrutura são intensivos em capital. Caracterizando-se pela elevada necessidade de investimentos durante a fase de construção e antes do início da fase operacional; relativamente baixos custos operacionais; elevadas especificidades, com significativos custos irrecuperáveis (sunkcosts)³ e; por fim, funcionamento por meio de indústrias de rede, ou seja, faz-se necessária a construção de uma grande estrutura física para a provisão deste serviço.

Decorre daí que, na fixação dos preços dos serviços da infraestrutura, o peso do custo fixo unitário no custo total unitário é significativamente maior que o percentual do custo variável unitário. Desse modo, a curva de custo marginal da oferta do serviço

entre agentes econômicos que não ocorrem por meio de mecanismos de mercado ou por critérios de preço [PIRES E PICCINI (1999)].

² É evidente que ativos de infraestrutura podem gerar externalidades negativas, como poluição, congestionamentos e etc.

³ Os sunkcosts ocorrem nos ativos que não podem ser facilmente revendidos ou utilizados em outros empreendimentos que não aqueles nos quais estão empregados [PIRES E PICCINI (1999)]

tende a ser decrescente em relação à quantidade produzida, gerando grandes economias de escala, uma condição para a existência de monopólios naturais. Além disso, nesses casos muitas vezes os monopólios naturais são resultado direto da própria atuação do Estado. (VARIAN, 2010 [1987]). Assim, se as condições de entrada forem restritivas, tais como o capital necessário para o investimento ou a exploração de uma condição geográfica favorável, o mercado tenderá a ser dominado por apenas uma firma.

O monopólio natural e a presença de externalidades são características da infraestrutura que tornam o mecanismo de mercado ineficiente como método para ofertar serviços nas quantidades que maximizam os benefícios sociais. Por essa razão, se justifica a interferência estatal na sua provisão (PINTO JUNIOR e FIANI, 2010).

A regulação da infraestrutura tem como objetivo garantir que o preço e a quantidade do serviço privado sejam condizentes com a necessidade social. Isso significa assegurar a universalidade do serviço, sua qualidade, atualização tecnológica, a compatibilidade entre equipamentos, e estabelecer canais para atender as reclamações dos usuários ou consumidores quanto à prestação dos serviços.

A preocupação com a oferta adequada de serviços de infraestrutura é indissociável do gerenciamento dos riscos inerentes aos projetos. Se, de um lado, as tarifas têm um limite superior dado pela preocupação de maximizar as externalidades, por outro também possui um piso definido pela necessidade de fluxo de caixa e taxa de retorno que torne atraente o projeto ao interesse privado, uma condição para assegurar a oferta estável de infraestrutura nos volumes requeridos pelo país.

Desse modo, a regulação deve caminhar no sentido de garantir um equilíbrio entre a remuneração adequada ao capital investido e a prática da modicidade tarifária, visando à defesa (proteção) do usuário dos serviços de infraestrutura, gerando ganhos de bem-estar social.

I. 2 – Condições de atratividade para o investimento

Como já explicado, o investimento em infraestrutura é desejado para a economia e sociedade como um todo. A partir dessa observação e levando em consideração suas peculiaridades, o que torna atrativo para o investidor esse tipo de ativo, ou em outras palavras, por que haveria investimento em infraestrutura?

Dado que o volume de capital inicial exigido é muito alto, com uma taxa de retorno baixa ou com risco relevante de demanda, a iniciativa privada dificilmente é atraída, e o Estado acaba tendo de se responsabilizar por parte dos investimentos.

Apesar disso, mesmo para o governo, alguns projetos não são factíveis, tanto por conta das restrições orçamentárias para o investimento, quanto por aspectos mais operacionais, relativos à administração e à conservação das condições do serviço. Visando equilibrar, o risco característico aos investimentos em infraestrutura, a demanda social por seus serviços e as dificuldades de sua provisão pelo estado, nos anos recentes tem se apostado nas diversas formas de parcerias público-privadas (PPPs). À medida que a participação do setor privado no investimento em infraestrutura pode ser essencial em função da necessidade de outras fontes de recursos financeiros para esse tipo de investimento, além de frequentemente apresentar conhecimento técnico específico e capacidade gerencial diferenciada, o Estado, através das PPPs se combina com o setor privado, viabilizando certos projetos ao entrar com parte dos recursos de investimento ou financiamento, enquanto o setor privado garante por meio de um contrato a operação e a manutenção do serviço.

Sendo assim, levando-se em consideração as características dos ativos de infraestrutura, se o Estado tem a intenção de viabilizar maiores investimentos em infraestrutura por meio de parcerias públicas e privadas (PPPs), normalmente mediadas por contratos de concessão de serviços públicos, é essencial que seja observado uma segurança jurídica aos contratos, credibilidade das instituições reguladoras, estabilidade das regras e a previsibilidade das decisões. Essas são condições consideradas essenciais para a participação do setor privado em um cenário favorável. (MOTTA, SALGADO e FIUZA, 2006).

Evidentemente, é importante que haja uma boa estrutura de acompanhamento da oferta dos serviços e capacidade de imposição, ao setor privado, das suas condições de fornecimento, dado que há uma posição monopolista do fornecedor dos serviços de infraestrutura. Essa compatibilização entre a viabilidade do projeto e a prestação adequada do serviço é a base das discussões a respeito do equilíbrio econômico-financeiro⁴ – definido como a relação que se estabelece entre o conjunto de encargos impostos ao concessionário pelo governo e a remuneração pelo serviço público

⁴ Previsto na Constituição da República, inciso XXI do art. 37

contratado – que deve ser garantido, mantendo-se o percentual de lucro definido pelo licitante durante toda execução contratual já previamente definido em sua proposta na licitação.

Em contrapartida, apesar dos elementos de risco, os ativos de infraestrutura têm algumas características atrativas como a resistência a variações de receitas nos ciclos econômicos e estabilidade, uma vez que seu fluxo de caixa conta com formas de indexação inflacionária e de repasse de custos, além de barreiras de entrada, garantidos pelo contrato de concessão.

A resistência a variações nos ciclos econômicos está relacionada à baixa elasticidade renda da demanda desses serviços, no qual o investidor pode esperar relativa estabilidade da demanda, dado que os serviços de infraestrutura são de uso coletivo e essenciais em grande parte dos casos, por exemplo, a demanda por energia elétrica ou transportes. Entretanto, constata-se que em casos de forte depressão econômica, ou de um ambiente institucionalmente desfavorável, os resultados podem não ser assim tão previsíveis.

A vantagem proveniente das fortes barreiras à entrada está associada às duas características levantadas anteriormente. A partir do momento em que uma empresa monopolista já está estabelecida, não só o concorrente vai ser ineficiente (pela definição de monopólio natural), como terá dificuldades em cobrir as elevadas necessidades e capitalização inicial. Além disso, uma empresa entrante teria um alto risco por conta de possíveis custos afundados. Esse risco está especialmente presente no setor de infraestrutura, dada a baixa liquidez dos investimentos realizados. Por fim, a barreira à entrada é, na maioria das vezes, imposta pelo próprio governo, garantido já no contrato de concessão a posição de monopolista por conta das ineficiências que poderiam surgir de uma multiplicação de certas instalações redundantes, além do interesse em se manter a saúde financeira da empresa monopolista. Logo, pode-se dizer que há uma porção de empecilhos à entrada de concorrentes nos setores de infraestrutura, com o favorecimento das empresas intrínseco ao ganhar a licitação.

I.3 – Riscos Associados

Dado que o custo de financiamento dos investimentos em infraestrutura é crucial para determinar a viabilidade do projeto, deve-se levar em conta que há uma gama de

riscos peculiares a esse tipo de investimento, que podem levar a um encarecimento dessa modalidade de crédito. Dessa forma, se torna fundamental reconhecer e categorizar os diversos tipos de riscos evidentes a fim de conseguir mitigá-los (GRIFFITH-JONES e LIMA, 2004).

Os riscos característicos e associados a esse tipo de ativo podem afastar o setor privado dessa modalidade de investimento, o primeiro abordado é o risco de construção. Uma vez que o custo fixo que amortiza o investimento se revela como parcela dominante na definição do custo marginal unitário, o controle sobre os custos e prazos de construção é decisivo para a viabilidade do projeto. Um projeto exposto a variações nos custos de construção ou nos custos de financiamento pode se deparar com alterações no custo total de tal monta que coloca em xeque a sua viabilidade. Entre as variáveis que podem afetar o risco de construção encontram-se desde a possibilidade de insolvência do executante da obra, a ocorrência de eventos inesperados, tais como intempéries, demandas judiciais, paralisações causadas por demandas trabalhistas, erros de execução do projeto e baixa qualidade dos insumos empregados. Dado que o custo variável tem muito menor importância no custo total do projeto, ele é tranquilamente coberto nas margens de lucro do projeto e, desse modo, é uma variável de menor relevância no projeto. Vale ressaltar que, se os custos variáveis não relativamente significativos, a imprudência na administração da infraestrutura pode gerar custos relevantes ao empreendimento, como multas aplicadas pelo regulador devido a deficiências operacionais e indenizações decorrentes de responsabilidades associadas à operação.

O segundo risco é o de demanda, que deve ser atentamente observado, por se tratar de uma decisão essencial para o investidor privado, sendo também fortemente ligado aos custos fixos. Uma vez que os preços cobrados pelo uso da infraestrutura, assim como as condições e mecanismos de reajuste, já são estabelecidos no leilão por meio dos contratos de concessão, deve-se atentar que os vencedores oferecem preços próximos aos seus próprios custos unitários para ganhar a concessão (caso os leilões ocorrerem de forma competitiva e na modalidade menor preço de tarifa). Como o peso dos custos fixos é muito relevante na definição dos custos unitários, a estimativa de demanda é essencial na fixação dos preços, pois é a partir dela que é possível formular uma proposta de tarifa. Dado que todo o projeto e sua viabilidade foram baseados nessa expectativa de demanda, caso ela venha a ser abaixo do esperado, todo o fluxo futuro de

caixa será afetado, levando a problemas de liquidez e, eventualmente, de solvência, quadro agravado pela longa maturação do projeto.

O terceiro risco do qual se pode tratar é o risco setorial, que diz respeito ao próprio setor no qual se está em busca de financiamento. No caso em especial do setor de infraestrutura, há o fato de eles serem compostos de ativos com elementos de indivisibilidade e irreversibilidade, inclusive pelo seu caráter geralmente inamovível, ou seja, são obras de grande porte com ativos específicos que não podem ser revendidos para outro empreendimento, mesmo que este seja um investimento do mesmo perfil. Sendo assim, eles possuem maior probabilidade de descasamento de ativos e passivos em função do tempo requerido para a maturação dos investimentos e geração de caixa dos projetos. Isso se deve ao fato de que, ao ser realizado, uma grande parcela desses investimentos será constituída de custos afundados e cujo prazo para início da geração de retornos financeiros é extenso.

O quarto risco é o risco macroeconômico, relacionado ao nível de atividade econômica do país em que se está investindo é de especial importância em economias que possuam como característica altas flutuações na atividade econômica. Esse é um caso muito presente nos países periféricos, em especial nos países latino-americanos, como o Brasil. Esse tipo de risco pode levar a sérios problemas por diminuir a rentabilidade dos financiados, que podem se tornar incapazes de pagar o que devem, dado que a redução da atividade econômica também reduz seus retornos. Além disso, tem-se também a possibilidade de mudanças bruscas na taxa de juros, o que pode ter forte influência no custo dos empréstimos. Da mesma forma, uma onda inflacionária pode vir causar defasagens nos retornos esperados, assim como no valor dos empréstimos obtidos. Outro fator de grande importância, em especial no caso dos empréstimos realizados em moeda estrangeira, é a taxa de câmbio, dado que sua flutuação brusca pode levar a uma séria dificuldade do tomador de arcar com suas obrigações.

Como quinto risco tem-se o risco empresarial, causado pela possibilidade de má gestão dos empreendimentos. Esse tipo de risco não é específico do investimento em infraestrutura, mas também necessita de atenção especial por englobar uma série de condições quase sempre presente nesse tipo de empreendimento. Por exemplo, o modo de gerenciamento da organização, sua estrutura organizacional, a estratégia de formação

de preços, a execução de relatórios de fluxos financeiros internos, a integridade/confiabilidade de dados e informações, a habilidade de operar e controlar seus processos principais de maneira previsível e pontual, a habilidade da organização em cumprir normas e, por fim, a gestão adequada de questões ambientais, seja por exigências de consumidores ou do mercado. Sendo assim, o não cumprimento adequado desses requisitos acabará, inevitavelmente, por aumentar o risco do negócio, elevando naturalmente o custo do financiamento.

Por último, tem-se o chamado risco regulatório e institucional. Essa classificação está fortemente atrelada à questão do risco macroeconômico, discutido anteriormente. Nesse tipo de risco, se levaria em consideração as mudanças que poderiam ocorrer na legislação e nos contratos previamente firmados. Essas modificações inesperadas, e parcialmente legais, colocariam em xeque o retorno de investimentos, cuja rentabilidade se encontra prevista em contrato, como no caso de serviços de concessão pública. Isso faria com que o tomador pudesse ver seu fluxo de caixa alterado, tornando-o mais propenso ao calote. Dentro dessa tipologia, temos também a questão da fragilidade institucional, que estaria, também, atrelada à validade dos contratos.

Assim, por conta de todos os fatores previamente apresentados, a equação risco-retorno do investidor é bastante peculiar em um projeto de infraestrutura: do lado do risco, há um novo elemento – a dimensão regulatória e contratual, e do lado do retorno, uma dificuldade adicional – o financiamento por conta dos prazos longos de maturação dos projetos, e o aumento da incerteza quanto ao fluxo de caixa e à taxa de retorno esperada.

Portanto, deve-se atentar para a estrutura de financiamento do projeto. Ela engloba a compatibilização dos fluxos de caixa (receitas, despesas operacionais e despesas financeiras) e os mitigadores de risco, devendo ser adequada às características e riscos dos ativos de infraestrutura abordados na seção anterior. Dado que os riscos estão diretamente relacionados ao peso e volume do custo fixo, o financiamento necessita baratear o custo do capital e alongar os prazos de pagamento, pois as despesas com os investimentos influenciam fortemente a determinação dos preços dos serviços de infraestrutura, que devem ser baixos a ponto de maximizar o acesso a tais serviços e as externalidades positivas, ao mesmo tempo em que os compromissos contratados possam ser cumpridos com retorno para o investimento.

Em suma, podemos dizer que os ativos de infraestrutura geram impactos positivos sobre o restante da economia, quer através da redução de custos de natureza sistêmica, quer formando expectativas positivas – estimulando a espírito empreendedor – para investimentos em outros setores e promovem o desenvolvimento social, permitindo a melhoria da qualidade de vida e maior inclusão das populações desfavorecidas. Os investimentos em infraestrutura envolvem projetos de valores elevados, cujos retornos são de longo prazo. Por esse motivo, sua determinação depende de expectativas quanto ao comportamento futuro de variáveis macroeconômicas, como a renda nacional e os juros, o que torna elevado o grau de incerteza imanente ao investimento, dificultando o financiamento de seus investimentos. Além disso, envolvem setores que são objeto de intensa regulação do Estado.

Logo, há uma busca por formas de viabilizar uma elevação desse tipo de investimento, assim como métodos de financiamento que mitigue os riscos observados do setor, dado que os mesmos levam a um forte encarecimento do crédito em projetos de infraestrutura. Isso se torna primordial em países periféricos, como o Brasil, que ainda contam com uma presença muito forte de todos esses tipos de riscos apresentados.

I. 4– Project Finance x Corporate finance

Com o processo de transição para um modelo com maior participação do investimento privado em infraestrutura, ocorrido em todo o mundo com o avanço das políticas neoliberais, a partir dos anos 80, o problema de lidar com os riscos de investimentos com elevada soma de capital se colocou. Visando controlar a exposição de grandes corporações a esses riscos, o financiamento via *project finance* se transforma em uma alternativa interessante de estruturação financeira (GATTI, 2013).

O *project finance* é uma forma de financiamento comumente voltada para grandes projetos de infraestrutura. Esse tipo de financiamento combina conceitos jurídicos, econômicos e financeiros a fim de aportar grandes volumes de capital e mitigar riscos entre os agentes econômicos envolvidos no projeto.

Os projetos novos (*greenfield*), ou seja, a fase de construção antes da entrada em operação, são mais usualmente financiados através do *project finance*, que também pode ser aplicado no refinanciamento de dívidas e na expansão de projetos (*brownfield*).

O principal diferencial do *project finance* é a separação do risco controlador do risco projeto, que permite uma maior alavancagem financeira, na medida em que o fluxo de caixa do projeto, gerado a partir das receitas e despesas previstas do projeto, é a principal fonte de pagamento da dívida contraída.

Com o *project finance* é possível reduzir, de forma significativa, chegando até anular vinculação dos ativos dos *shareholders* (acionistas) como garantia do financiamento, já que o determinante é a expectativa de que o projeto gere retorno econômico e financeiro, sendo capaz de repagar a dívida, e não a segurança proporcionada pelos bens de seus empreendedores, que seriam dados como garantia no financiamento convencional.

De acordo com o Fróes (2012, p.5), “o *project finance* é um esquema de financiamento baseado principalmente no mérito do projeto, ao invés de apoiar-se na credibilidade da empresa responsável pelo projeto e nos empreendedores, sejam eles pessoas físicas ou jurídicas”.

Por conseguinte, caso a análise do projeto se revele uma base fraca, deixando margem para desvios dos fluxos de caixa projetados, o empreendimento será considerado arriscado e não será elegível para um financiamento via *project finance*. De maneira que um projeto com baixo retorno financeiro, mas com estudos comprovando sua baixa chance de insolvência será mais factível de receber o financiamento do que um projeto com boas projeções de retornos, mas com uma probabilidade maior de inadimplência.

Essa análise do projeto deve conter estudos técnicos, financeiros, econômicos e ambientais que comprovem a capacidade do projeto de gerar um fluxo de caixa necessário para saldar a dívida contraída. Essas projeções de fluxos de caixa futuros requerem uma modelagem financeira complexa, contabilizando a fase operacional do empreendimento e incluam também toda a fase de construção. No final dessa análise, deve ser assegurado que haverá um retorno plausível e um baixo risco para os *stakeholders* (partes envolvidas), de maneira que o financiamento seja viabilizado sem a necessidade de maiores garantias.

Somado a esses estudos, há também uma complexa estrutura jurídica que necessariamente acompanha um *project finance*. Para que ele ocorra, são elaborados

grandes números de contratos, necessários à coordenação de ações, interesses e responsabilidades entre os vários *stakeholders*. Além disso, os contratos são ferramentas capazes de alocar e mitigar riscos intrínsecos ao empreendimento.

Desse modo, para não haver como garantia ao financiamento os ativos dos acionistas do empreendimento, há uma vasta teia de contratos e estudos que envolvem o financiamento via *project finance* e assim, o projeto e o seu financiamento podem ser suportados por créditos garantidos apenas por meio de compromissos contratuais, inclusive seguros, em vez da promessa direta de pagá-los apoiada em garantias reais fornecidas ao financiador.

Para confirmar a desvinculação dos ativos dos empreendedores com o projeto com aporte de recursos via *project finance*, também há a criação de uma nova pessoa jurídica, criada especificamente para realizar esse projeto, inclusive receber o financiamento. Essa pessoa jurídica adota, de maneira geral, a forma de uma sociedade por cotas de responsabilidade limitada ou de sociedade anônima (aberta ou fechada) em seu contrato social ou estatuto, chamada mais comumente no Brasil de sociedade de propósito específico (SPE).

Dessa forma, a SPE é uma sociedade constituída unicamente para viabilizar a realização do projeto, onde todos os riscos e benefícios inerentes ao projeto fiquem contidos nela. Assim, durante o tempo de duração do empreendimento, a SPE não possui nenhuma conexão com as atividades de seus participantes ou dos investidores em outros empreendimentos.

Conclui-se que, devido a todas as precauções contratuais e estudos necessários para se realizar um *project finance* bem sucedido, apesar de custar mais caro estruturar esse tipo de financiamento por conta disto, pode-se dizer que os financiadores do projeto estão em uma posição mais segura do que se financiassem o projeto pela forma tradicional (*corporate finance*).

Logo, todas as ferramentas explicitadas nesta seção acabam por melhorar o perfil de crédito de uma operação via *project finance*, reduzindo os riscos de inadimplência do investimento. Desse modo, se for possível estruturar o *project finance*, tal como descrito até aqui, é uma alternativa para o desenvolvimento de projetos..

No entanto, a modalidade quase inexistente no Brasil, o que representa um entrave, especialmente para pequenas e médias empresas participarem de concessões e de Parcerias Público-Privadas (PPPs). A dificuldade de estruturar uma rede de contratos em que os construtores não são investidores, em que há seguradoras capazes de absorver diversos riscos e financiadores com capacidade de monitoramento exige uma adaptação local. A mais grave, a exigência de apresentação, por parte dos sócios, de fiança bancária, garantias reais ou corporativas para que os projetos licitados, ao menos até que haja comprovação de que os recebíveis são confiáveis, com a entrada em operação do projeto. (ROCKMANN, 2015)

As dificuldades para se “colocar de pé” o *project finance* no Brasil seriam reflexos, por sua vez, de uma interação entre elementos do desenvolvimento institucional do sistema financeiro e da instabilidade das condições macroeconômicas ligadas diretamente aos riscos financeiros. Taxas de juros com nível muito elevado e grande oscilação, juntamente com certa instabilidade nas taxas de crescimento, comprometem os fluxos de caixa de investidores e financiadores, aumentando os riscos para estruturas mais sofisticadas de projetos. Isso se refletirá no volume de investimentos e na oferta de equipamentos de infraestrutura.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A disponibilidade de infraestrutura de boa qualidade é vital para o desenvolvimento econômico. A existência de externalidades positivas associadas à infraestrutura significa que se trata de equipamentos socialmente desejáveis, cujos benefícios sociais superam os benefícios absorvidos pelos investidores. Ao mesmo tempo, tais investimentos dependem da perspectiva de lucro, que está sujeita a muitas incertezas, tais como os riscos de demanda, de construção e de regulação, como já mencionados. Assim, considerando ainda o grande volume de capital envolvido e o longo prazo de maturação dos projetos, o investimento pode apresentar grande exposição ao risco.

Desse modo, a escolha da estruturação financeira mais adequada envolve alocar riscos para os agentes econômicos que tem mais disposição para suportá-lo. A estruturação no formato *corporate finance* não permite a separação do patrimônio do investidor e o projeto. Desse modo, a exposição ao risco recai não apenas sobre os envolvidos com a construção e operação do projeto, mas sobre todo o patrimônio do

investidor. Já o *project finance* permite a transferência de riscos para outros agentes, em especial porque o investidor tem responsabilidade limitada ao capital aportado no projeto. Evidentemente, o sucesso desse empreendimento depende de que haja parceiros decididos assumir demais riscos, tais como construtoras, seguradores e agentes financeiros. Assim sendo, a estruturação por *project finance* não deve ser considerada uma panacéia que resolve os problemas dos investimentos em infraestrutura.

Independentemente da forma pela qual os investimentos serão estruturados, a incerteza é muito elevada, dependendo de muitas variáveis econômicas que estão fora do controle de financiadores e investidores, tornando a decisão de investimento em infraestrutura das mais difíceis. No próximo capítulo será analisada a forma pela qual os investimentos em infraestrutura cresceram nos últimos anos, apesar dos riscos envolvidos.

II – A RETOMADA DOS INVESTIMENTOS EM INFRAESTRUTURA (2004 – 2014)

INTRODUÇÃO

A infraestrutura no Brasil, ao longo de sua história, foi promovida em sua grande medida por meio de investimentos públicos. Com o fim do período de alto crescimento econômico do “milagre brasileiro” (1967-1974) e do II PND (1974-1979), inaugura-se uma fase de declínio da participação do Estado brasileiro nesse setor fundamental para o desenvolvimento econômico do país.

Esse processo se inicia com a crise fiscal do Estado da década de 80 e se acelera com a liberalização comercial e financeira dos anos 90 e as privatizações e parcerias entre os setores público e privado que possibilitaram a entrada significativa de empresas privadas nacionais e estrangeiras via contratos de concessão. Isso não necessariamente garantiu a oferta, em condições adequadas de infraestrutura. Ao contrário, a crise de energia de 2000/2001 é uma prova de que, nesse setor, a confiança nas forças de mercado não é condição suficiente. (TOLMASQUIM, 2000)

O governo do presidente Lula (2003 – 2010) se inicia em um contexto de incerteza e desconfiança por parte dos investidores financeiros. Primeiramente, há uma incerteza macroeconômica derivada do impacto da depreciação cambial ocorrida no ano anterior sobre a inflação e as finanças públicas do país. Somado a esse fato, durante a campanha presidencial de 2002, o país sofreu um choque especulativo na forma de redução nas linhas de financiamento externo para o país, aumento no prêmio de risco exigido por credores para adquirir títulos brasileiros e depreciação do real. (BARBOSA e SOUZA, 2010)

Porém, dado que as diretrizes principais de política macroeconômica do governo não foram modificadas, ou seja, manteve-se o câmbio flexível, juros altos (regime de meta de inflação) e foco na geração de superávit primário (GONÇALVES, 2013), a desconfiança dos investidores financeiros fora rapidamente apaziguada, cessando a fuga de capitais. Dois fatores foram fundamentais: a escalada dos preços internacionais das commodities, provocada fundamentalmente pelo crescimento chinês, e a abundância de liquidez internacional (2004 a meados de 2007) (PRATES E FARHI, 2009). O

ambiente externo favorável reverteu o movimento de desvalorização do real, o que por fim diminuiu o ritmo da inflação.

Os gráficos abaixo ilustram, a partir de quatro dos principais indicadores macroeconômicos, o momento favorável pelo qual o país passava. A partir da introdução de uma linha de tendência nos mesmos, observa-se que houve uma melhora geral nesses indicadores, especialmente entre os anos de 2004 e 2008.

Gráfico 2.1 – Evolução da Taxa SELIC

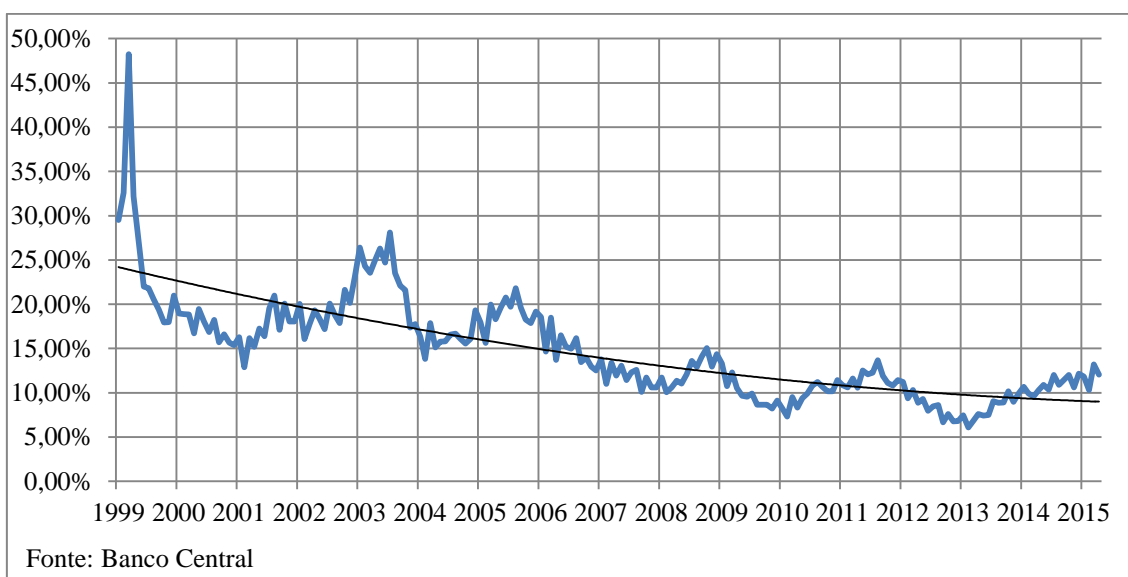


Gráfico 2.2 – Evolução do Superávit Primário

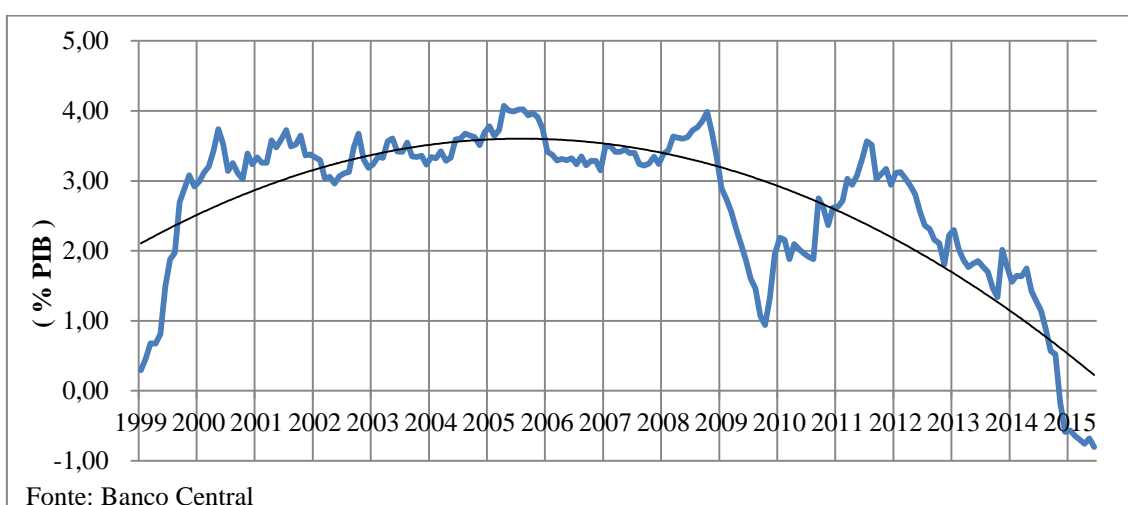


Gráfico 2.3 – Evolução da Dívida Líquida do Setor Público

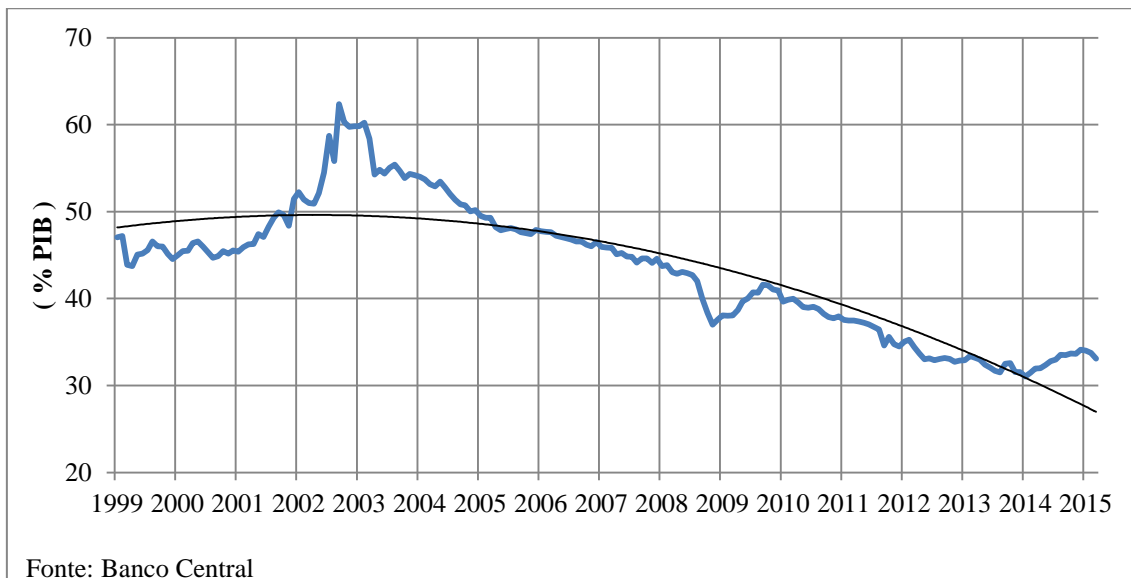
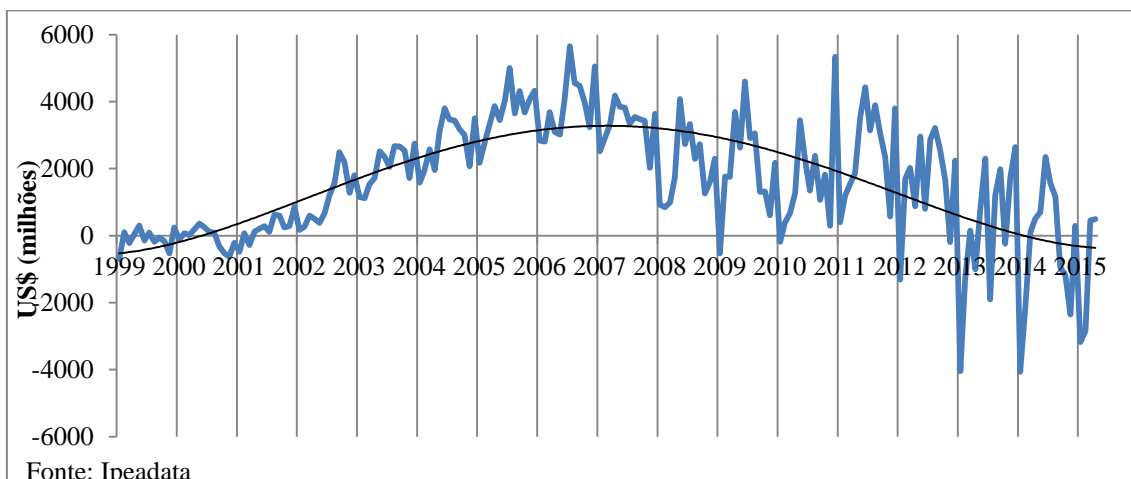


Gráfico 2.4 – Evolução da Balança Comercial



Os indicadores demonstrados nos gráficos confirmam o cenário econômico favorável, que aliado a uma menor rentabilidade dos títulos públicos (consequencia da queda da taxa Selic) e a uma maior participação do Estado na provisão de crédito e no investimento, explicam a magnitude do aumento dos investimentos em infraestrutura, o qual está repleto de incerteza.

Sendo assim, com o alívio nas contas públicas trazido pelo cenário mais favorável, com expansão das receitas a partir de 2004, há uma série de iniciativas para promover investimentos em infraestrutura. Dentre elas, destaca-se a Lei de Parcerias

Público-Privadas (PPP)⁵; o Novo Modelo do Setor Elétrico, em 2004, o Projeto Piloto de Investimentos (PPI), em 2005; a Operação Tapa-Buracos em 2006; o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) I, em 2007, e II, em 2011; e o Programa de Investimento em Logística (PIL), de 2013.

A Lei de PPP visava atrair o setor privado para os projetos de infraestrutura, por meio de novos arranjos contratuais para concessões de serviços públicos, trazendo a possibilidade de combinar a remuneração tarifária com o pagamento de contraprestações públicas. O PPI, por sua vez, era um sinal claro do privilégio que estava sendo dado aos gastos com investimentos em infraestrutura considerados estratégicos, na medida em que permitia descontá-los da meta de superávit primário para todo o setor público, à época, fixada em 4,25% do PIB⁶.

É, no entanto, somente com o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), em 2007, que os investimentos em infraestrutura claramente passariam a ser tratados como prioridade de governo.

Como resultado desse conjunto de programas, testemunhou-se o aumento acelerado dos investimentos em infraestrutura por parte de empresas públicas e/ou por meio de parcerias públicas e privadas. Sendo assim, serão abordados mais detalhadamente os programas principais, a fim de revelar os motivos desse aumento observado.

II.1 – Principais programas

II.1.1 - Projeto Piloto de Investimentos (PPI)⁷

O Projeto Piloto de Investimentos (PPI) foi lançado em 2005, com objetivo principal de melhorar a qualidade e eficiência do gasto público, através de um processo seletivo dos projetos, planejamento detalhado das ações, garantia do fluxo de recursos necessários ao seu andamento e monitoramento da execução física e financeira. Em particular, estaria destinado a projetos com elevado impacto e retorno econômico.

⁵<http://www.planejamento.gov.br/ministerio.asp?index=1&ler=c308>

⁶ A meta de 4,25% do PIB foi estabelecida antes da revisão das Contas Nacionais pelo IBGE, em 2007. O impacto dessa revisão para o PIB de 2006 foi significativa. O PIB, que pela metodologia anterior era de R\$ 2.088.235 milhões, com a nova tecnologia, passou para R\$ 2.322.818 milhões, crescendo 11,2%. Assim sendo, visando manter o esforço fiscal nominal em curso, a meta revisada para 2007 e para os anos seguintes, foi estabelecida em 3,8% do PIB.

⁷ Ver dados em: Projeto-Piloto de Investimentos: relatório anual exercício 2006

O PPI previu investimentos equivalentes a 0,15 % do PIB por ano, valor estimado em cerca de R\$ 10,39 bilhões no período de 2005 a 2007, em projetos de infraestrutura. Além disso, estabeleceu-se um acordo com o Fundo Monetário Internacional para que este montante de recursos fosse contabilizado à parte do cálculo do Resultado Primário do Tesouro. Conseqüentemente, os recursos alocados aos projetos integrantes do PPI não estariam sujeitos a qualquer tipo de contingenciamento orçamentário, garantindo-se assim a execução desses projetos.

II.1.2. - Operação Tapa-Buracos

Outra iniciativa foi o Programa Emergencial de Trafegabilidade e Segurança nas Rodovias, mais conhecido como “Operação Tapa-Buracos”, iniciado em dezembro de 2005. Com o objetivo realizar intervenções de recuperação de pavimento e sinalização, uma vez que o estado da malha rodoviária federal era precário no início de 2006, (BARBOSA FILHO e SOUZA, 2010)

Dentre os fatores que determinaram a criação do programa, estavam a intervenção do TCU em rodovias do Rio Grande do Sul, Minas Gerais e Paraná, que haviam sido estadualizadas, com repasse de recursos para os governos estaduais, mas que foram abandonadas pelos estados, gerando uma situação de degradação dessas rodovias; um diagnóstico do DNIT, que reiterou uma intervenção emergencial em rodovias sem nenhum contrato, até que se viabilizassem as respectivas licitações; também uma determinação da Justiça Federal para que o DNIT fizesse uma intervenção emergencial na rodovia BR-101/RJ. Ao final do programa, de acordo com a pesquisa rodoviária da CNT, 90% dos 84 mil quilômetros de rodovias federais e estaduais pesquisadas não apresentavam buracos. (VALENTE, 2007)

II.1.3. - Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)⁸

O aumento do investimento em infraestrutura se torna prioridade para o governo federal no início de 2007 com a ampliação de políticas nesta área com a adoção do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). De acordo com o Ministério do Planejamento, este programa foi o primeiro esforço concreto de retomada do planejamento desde o II PND, identificando-se os investimentos prioritários em energia,

⁸ Ver mais informações em <<http://www.pac.gov.br/sobre-o-pac>>.

logística e demandas sociais, bem como os meios para induzi-los e financia-los, destacando-se os mecanismos tributários especiais (depreciação acelerada para obras de infraestrutura), ampliação na oferta de crédito público e redução da TJLP de 9,75% a.a., em dezembro de 2005, para 6,50% a.a., em janeiro de 2007, redução dos spreads do BNDES, alterações na Lei de Concessões, alocação de recursos não contingenciáveis no Orçamento Geral da União e criação do Fundo de Infraestrutura com recursos do FGTS.

Além disso, também foram promovidas desonerações, como a redução do Imposto sobre Produtos Industriais (IPI), incluindo incentivos tributários setoriais, especialmente para setores de construção pesada associada à infraestrutura, bem como para setores de maior intensidade tecnológica, como a produção de computadores, semicondutores e equipamentos para TV digital. Em números totais, o PAC I previa um investimento de R\$ 504 bilhões em 2007-10, dividido em três grandes grupos: transporte e logística, com R\$ 58 bilhões; energia, com R\$ 275 bilhões; e infraestrutura social, com R\$ 171 bilhões. (BARBOSA FILHO e SOUZA, 2010).

Como poderá ser observado nos gráficos do tópico seguinte, a soma dessas medidas gerou um aumento da formação bruta de capital fixo na economia e, principalmente, aumento dos investimentos em infraestrutura, influenciados principalmente pelos investimentos dos setores exportadores, em razão do crescimento da demanda mundial por *commodities* e pelos investimentos privados em infraestrutura, sobretudo em transportes e energia.

Porém, após um longo período de baixo investimento público e forte contenção fiscal, a burocracia federal perdeu agilidade na execução de investimentos, o que retardou a efetivação dos projetos propostos. (BARBOSA FILHO e SOUZA, 2010). Dessa forma, o aumento dos investimentos, especialmente em infraestrutura, poderia ter sido ainda mais expressivo.

Um ponto crucial do programa foi sua importância durante a crise dos subprimes⁹ de 2008, pois, ao invés do orçamento previsto ter sido cortado com a crise, como aconteceu durante as crises dos anos 80 e 90, foram mantidos os investimentos, que funcionaram assim como uma política econômica anticíclica. Ajudaram, assim, a

⁹ Crise financeira nos Estados Unidos, onde instituições de crédito concediam empréstimos hipotecários de alto risco, tornando vários bancos insolventes e devido aos laços da economia norte americana com o resto do mundo, a crise financeira se tornou global. (CARVALHO, 2010)

manter o emprego e a renda, o que por sua vez garantiu a continuidade do consumo de bens e serviços ao sustentar a demanda agregada que, por fim, amenizou os efeitos da crise sobre as empresas nacionais e evitou que a crise contaminasse o sistema financeiro brasileiro. Em números, os investimentos públicos continuaram a crescer mesmo durante a crise, ajudando a frear a queda dos investimentos privados e atingindo 4,1% do PIB em 2009.¹⁰

II.1.4 Programa de Aceleração do Crescimento (PAC II)¹¹

O PAC entrou em sua segunda fase a partir de 2011, sendo dotado de um maior escopo de investimentos e objetivos, mas com o mesmo planejamento estratégico. De acordo com o Balanço Completo do Governo do PAC 2, os investimentos totais do programa chegaram a R\$ 1,066 trilhão ao final de 2014, valor que representa 96,5% do previsto e 72,2% superior aos investimentos realizados do PAC 1.

Em números aproximados, pode-se detalhar as ações do PAC 2 da seguinte maneira: i) na parte energética, houve a entrada de 15.908 megawatts no parque gerador brasileiro, 28 empreendimentos em exploração e produção de petróleo, com perfurações de 372 poços exploratórios, 538 mil ligações de energia elétrica; ii) na parte logística, conclui-se cerca de 5.100 km de rodovias, 1.000 km de ferrovias, 30 empreendimentos em portos brasileiros e 37 empreendimentos em aeroportos brasileiros; iii) em saneamento e água, 238 cidades tiveram sistemas de abastecimento de água implantados, 1.601 empreendimentos de saneamento concluídos; iv) em mobilidade urbana, 31 empreendimentos foram concluídos ou estão em fase final de obras e já operam.

II.1.5. Programa de Investimento em Logística – (PIL)¹²

O último programa foi o Programa de Investimentos em Logística (PIL), lançado em agosto de 2012, que objetiva a melhoraria da integração logística entre os diversos modais de transporte a fim de trazer ganhos de competitividade ao Brasil, prevendo um investimento total de R\$ 253 bilhões em 30 anos. Esses investimentos contavam com condições especiais de financiamento de acordo com a modalidade logística, que em

¹⁰ Ver Gráfico 2.3

¹¹ Ver dados em <<http://www.pac.gov.br/pub/up/pac/11/PAC11.pdf>>

¹² Ver dados em <<http://www.logisticabrasil.gov.br/>>

comum estava o financiamento através da TJLP acrescida de uma taxa, carência, longo prazo de maturação e elevado grau de alavancagem.

Esse programa previa o investimento total de R\$ 42 bilhões em 9 trechos de rodovias, num total de 7,5 mil quilômetros de rodovias. Nessas concessões, R\$ 23,5 bilhões serão investidos nos primeiros 5 anos, e o restante nos 25 anos seguintes.

Foram realizadas apenas seis concessões, com aproximadamente 265 quilômetros de obras de duplicação iniciadas e investidos cerca R\$ 2,3 bilhões, devendo ainda ser investido mais R\$ 18,4 bilhões no prazo de cinco anos em obras de duplicação, obras de ampliação de capacidade, melhorias, manutenção e conservação rodoviárias.

Na modalidade ferroviária, estavam previstos investimentos totais de R\$ 99,6 bilhões em 12 trechos, num total de 11 mil quilômetros de ferrovias, sendo R\$ 56,0 bilhões investidos nos primeiros 5 anos e o restante nos 25 anos seguintes. No entanto, devido à dificuldades na estruturação financeira e a resistências e dúvidas quanto ao novo modelo de regulação, que previa a separação de papéis entre o operador da infraestrutura e ao transportador, nenhum projeto chegou à licitação.

Já em relação aos portos, havia um investimento total estimado nas concessões portuárias de R\$ 3,5 bilhões, nos arrendamentos de R\$ 16,7 bilhões; em terminais de uso Privado (TUPs), investimento total estimado de R\$ 30,6 bilhões (em novembro de 2014, 164 terminais já haviam sido autorizados pelo governo, dos quais 131 estão em operação¹³ e investimento de cerca de R\$ 11 bilhões)¹⁴; e em dragagem R\$ 3,8 bilhões, totalizando na modalidade o investimento de R\$ 54,6 bilhões.

Nos aeroportos, eram previstos investimentos de R\$ 7,3 bilhões em 270 aeroportos regionais e a concessão dos aeroportos de Galeão (RJ) e Confins (MG), com investimentos previstos de R\$ 9,2 bilhões na concessão, as quais já foram realizadas em abril de 2014.

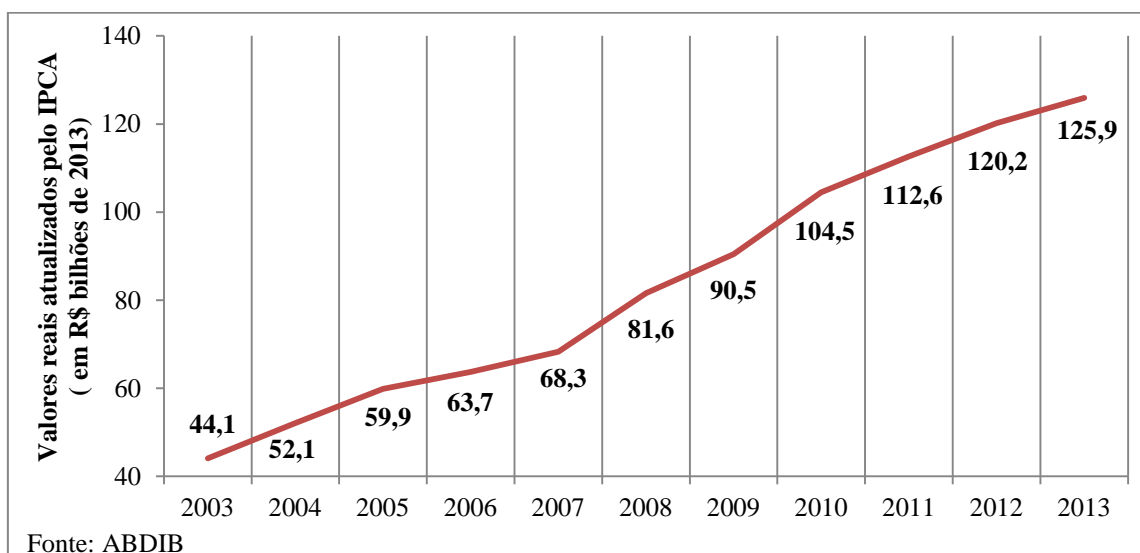
¹³<http://www.portosdobrasil.gov.br/assuntos-1/investimentos/terminais-de-uso-privado>

¹⁴<http://www.portosdobrasil.gov.br/assuntos-1/investimentos/itens/tabelatup08052015.pdf>

II.2. – Crescimento dos investimentos em infraestrutura

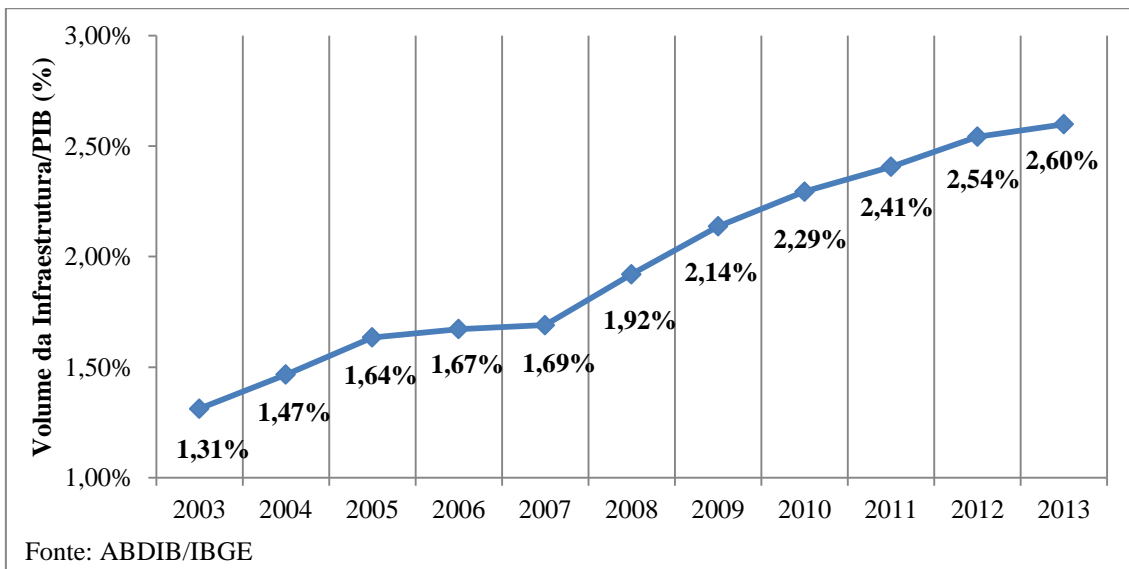
Como resultado tanto da recuperação do crescimento assim como desse conjunto de programas, testemunhou-se o aumento acelerado dos investimentos em infraestrutura por parte de empresas públicas e/ou por meio de parcerias públicas e privadas. A partir de dados da Associação Brasileira das Indústrias de Base e Infraestrutura (ABDIB) de 2003 até 2013, observa-se uma taxa linear de crescimento anual dos investimentos em infraestrutura, que se situou em média por volta de 11%. O gráfico abaixo, a partir de dados computados pela ABDIB, ilustra a evolução dos investimentos em infraestrutura (sem petróleo e gás) no período:

Gráfico 2.5 - Volume dos investimentos em Infraestrutura (sem Petróleo & Gás)



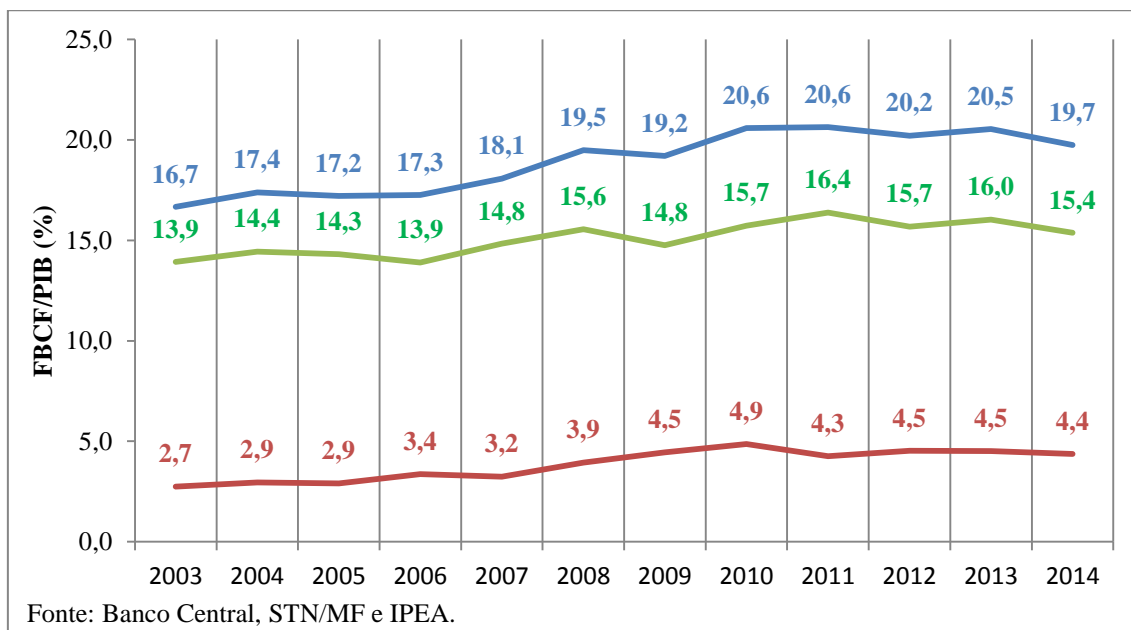
A aceleração desses investimentos em infraestrutura não residiu nos superávits fiscais, mas sim na decisão política do governo federal de empregar recursos financeiros, seja como investidor, seja como financiador, com ou sem parceria com o setor privado, para promover esse setor. O gráfico a seguir apresenta, ainda, a evolução dos montantes investidos em infraestrutura proporcionalmente ao PIB, ao longo do período analisado. Com o PAC, lançado em 2007, a participação da infraestrutura no PIB se acelera expressivamente.

Gráfico 2.6 – Volume de Infraestrutura sobre o PIB



Evidentemente, pode-se também observar que parte do investimento público em infraestrutura funcionou, ainda, como parte das políticas anticíclicas. Assim, o PAC recebe impulso em sua execução, sendo também parte da resposta do setor público à crise de 2008, com o aumento da parcela de investimento público, especialmente em 2009, enquanto caía o investimento privado.

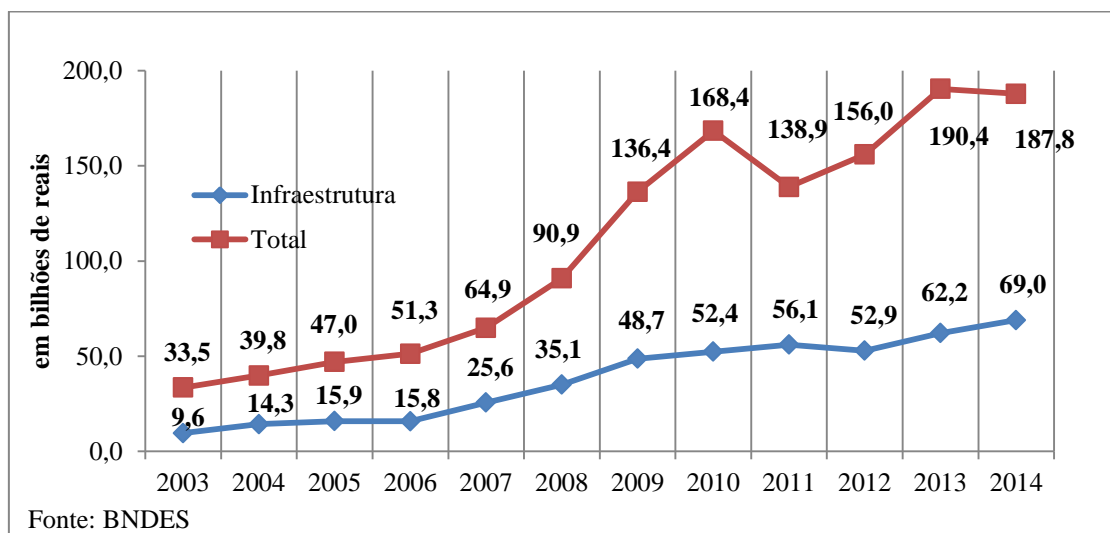
Gráfico 2.7 - Formação Bruta de Capital Fixo na esfera pública e privada



Uma parte relevante desses investimentos só ocorreu com os financiamentos dos bancos públicos, cabendo ao BNDES a maior fatia no financiamento da infraestrutura. Seus desembolsos para esse segmento foram ampliados de R\$ 9,6 bilhões, em 2003,

para R\$ 69 bilhões, em 2014 e, além disso, representaram a maior fatia dos financiamentos a partir de 2011, ultrapassando os desembolsos realizados para a indústria.

Gráfico 2.8 – Desembolsos do BNDES para Infraestrutura e Total

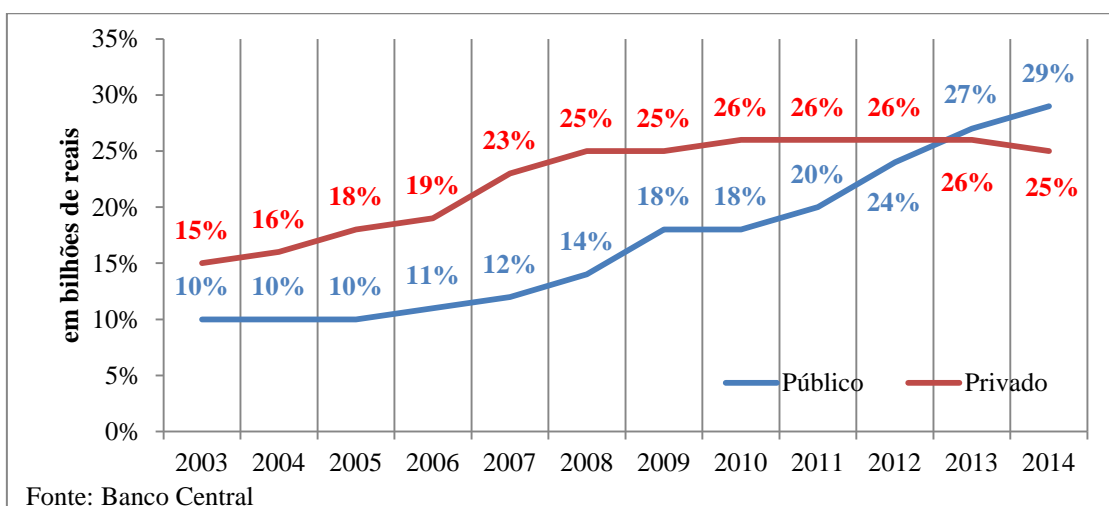


A partir dos gráficos a seguir, percebe-se que o aumento no volume de crédito e investimento público foi acompanhado pelo crescimento do crédito e do investimento privado, assim como o mercado de capitais, especialmente no setor de debêntures¹⁵.

Evidentemente, os dados do gráfico abaixo não se referem primordialmente ao financiamento em infraestrutura, especialmente no que toca ao crédito privado. Não obstante, até a crise em 2008, o aumento do financiamento do BNDES à infraestrutura e ao investimento em geral foi compatível com o crescimento do conjunto das operações de crédito.

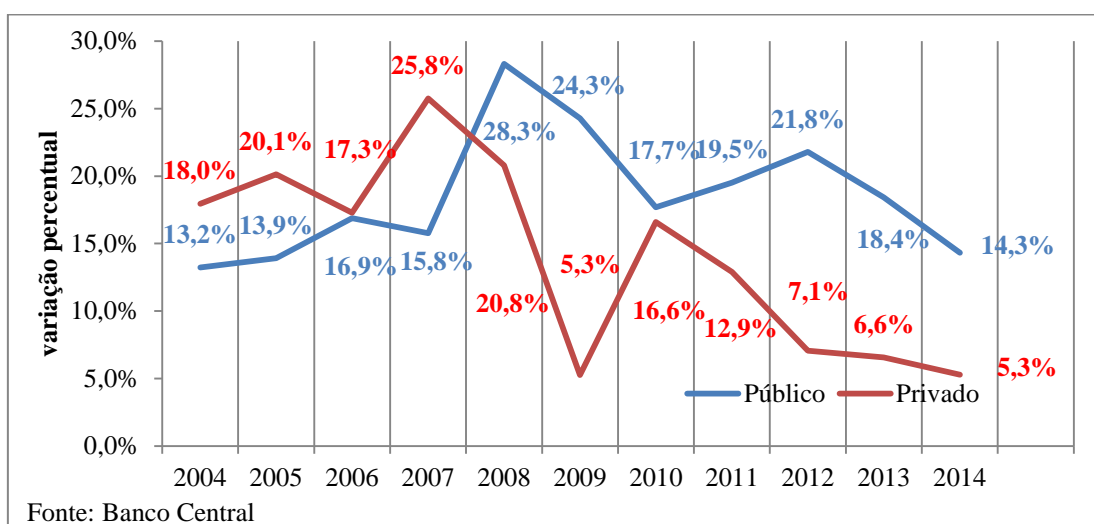
Gráfico 2.9 – Saldo percentual (%PIB) das operações de crédito no país

¹⁵ De acordo com a definição da ANDIMA, debêntures são valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora.



Como o gráfico abaixo demonstra, de 2003 até a crise, o setor bancário privado se expandiu em ritmo superior ao setor bancário público. Progressivamente, a aversão ao risco típica do setor bancário privado estava sendo superada pela melhoria das expectativas de crescimento. A partir da crise de 2008, o ritmo de crescimento do crédito privado não mais supera o dos bancos públicos. Observa-se que, em 2010, os bancos privados parecem acelerar as operações de crédito, motivados pela elevação do crescimento do PIB para 7,5% a.a. e a aparente superação do quadro de crise. Com a crise soberana europeia e a desaceleração da economia brasileira, o setor bancário privado enveredou pelo caminho do ajuste patrimonial, reduzindo o ritmo de crescimento de suas operações de crédito, e o nível geral de crédito só não diminuiu pela ação expansionista dos bancos públicos.

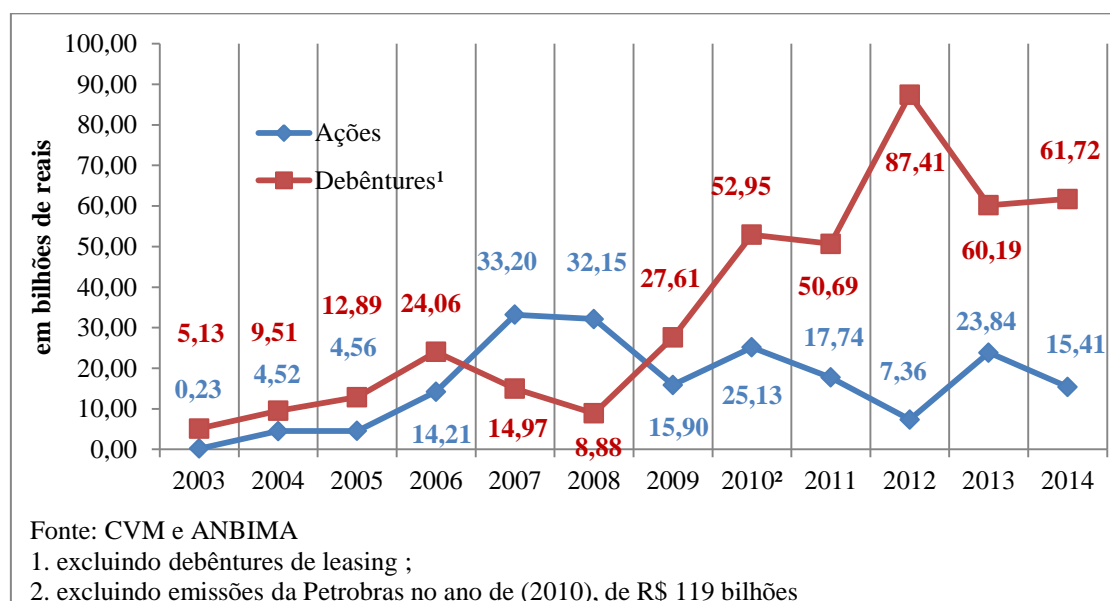
Gráfico 2.10– Variação percentual das operações de crédito



Mecanismo semelhante ocorreu com o mercado de capitais (gráfico abaixo). Como se pode observar, a partir de 2003, as emissões primárias e secundárias de ações (linha azul) subiram ano após ano, com destaque para 2007 e 2008. Uma hipótese razoável para explicar esse movimento se deve à melhora nas expectativas de continuidade do crescimento, que induziram tanto os empresários a realizar mais projetos de investimento como, também, melhoraram o ânimo dos os financiadores/investidores, que passaram a procurar alternativas financeiras com melhor rentabilidade no futuro. A partir da crise de 2008, contudo, as expectativas foram duramente atingidas, rebaixando o volume de emissões, que jamais voltou aos patamares de 2008.

As emissões de debêntures (linha vermelha) apresentam um comportamento um tanto mais difícil de explicar, uma vez que sua emissão pode ou não estar atrelado a projetos de investimento.

Gráfico 2.11 – Mercado de capitais no período



Deve-se notar que ao se computar as debêntures no gráfico acima, foram excluídas as emissões por parte dos bancos, cujo objetivo era obter funding para apoiar suas operações de crédito em geral. Cabe observar que o seu crescimento, a partir da crise de 2008, não reflete uma retomada dos investimentos, mas se relaciona às emissões de debêntures com esforços restritos (Instrução Comissão de Valores Mobiliários 476), voltadas apenas para investidores qualificados.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Portanto, cabe destacar que sobretudo graças, de um lado, o cenário econômico externo favorável, com a obtenção de um grande aumento do saldo da balança comercial e, de outro lado, a geração de superávit primário nas contas públicas, houve uma ação deliberada do governo em aumentar os investimentos e financiamentos públicos.

Essa ação pode ser notada pela quantidade e porte dos programas de infraestrutura lançados pelo governo, assim como pelo aumento dos desembolsos realizados pelo BNDES, refletindo assim a determinação política de ampliar os investimentos em infraestrutura, ainda que parte da motivação residisse na necessidade de políticas anticíclicas.

Além disso, há aumento de investimento privado e de crédito privado, assim como ampliação do mercado de capitais, revelando que houve efeito positivo do dispêndio público sobre o capital privado, chamado de efeito *crowding-in* ou de complementaridade, na medida em que boa parte dos gastos públicos foi associada à infraestrutura.

III – O NOVO MODELO

INTRODUÇÃO

O diagnóstico do governo sobre a economia brasileira, tal como apresentado pelos condutores da política econômica, já a partir do fim de 2014, recomendava claramente uma mudança na orientação, com foco predominantemente voltado para a austeridade.

A interpretação da nova equipe econômica do governo, a partir das estatísticas fiscais brasileiras dos últimos anos, apontava uma deterioração dos resultados fiscais e aceleração da inflação, que teria, a partir dessa visão, sido responsável pela deterioração da confiança empresarial. A queda da confiança empresarial, por sua vez, seria o elemento responsável pela redução dos investimentos e do crescimento.

Essa nova perspectiva de política econômica se alinhou, quase perfeitamente, com a visão das agências de risco de crédito, como afirmou a agência Standard and Poor's ao rebaixar, em setembro de 2014, a nota de crédito de longo prazo do Brasil:

“O rebaixamento reflete a combinação de derrapagem orçamentária, a perspectiva de que a execução fiscal permanecerá fraca diante um crescimento deprimido nos próximos anos, (...) e um enfraquecimento das contas externas do Brasil.”

Primeiramente o problema se resumia ao desajuste das contas públicas. Mais adiante, toda a política econômica de aumento dos gastos públicos e de aportes aos bancos públicos é responsabilizada pelas dificuldades futuras da economia brasileira, como a explicado pela nota posterior da Standard & Poors ¹⁶:

A deterioração fiscal brasileira durante os últimos anos, inclusive déficits mais elevados, resultam de um menor superávit fiscal primário em curso e atividades extra-orçamentárias. A credibilidade em torno da condução da política fiscal se enfraqueceu sistematicamente na medida em que o governo isentou vários itens de despesa e de receita da meta fiscal, além de diminuir a própria meta ao longo do tempo. O uso persistente de bancos estatais, financiados por crédito subsidiado do Tesouro, também comprometeu a credibilidade e transparência da política econômica. A execução fiscal, como

¹⁶ Ver nota na íntegra em <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/03/agencia-de-risco-standard-poors-rebaixa-nota-do-brasil.html>>

a de 2013, tornou-se mais dependente de receber receitas "não correntes" ou extraordinárias para se ajustar ao prazo e cumprir as metas fiscais oficiais.

III.1 - O ajuste fiscal de 2015

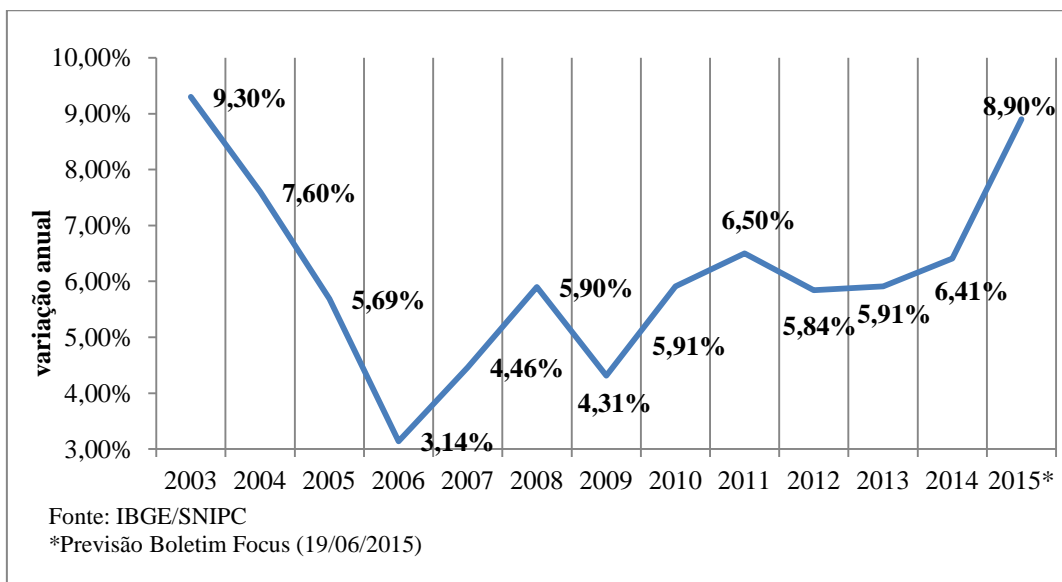
A nova equipe econômica colocou em prática medidas focadas diretamente no saneamento das contas públicas. Além da defesa direta desses mesmos princípios como condutores do crescimento, esse alinhamento com as advertências das agências de risco visava evitar o rebaixamento do *rating* da dívida soberana do país, o que elevaria o prêmio de risco do país, gerando um aumento da taxa de juros doméstica para manter o fluxo de capital externo que, por fim, agravaria ainda mais a situação econômica do país. (SERRANO e SUMMA, 2015).

Por isso, promoveu-se um ajuste fiscal amplo que consistia tanto em controlar as despesas que produzissem impacto nominal, tais como os repasses para o BNDES e a aquisição de reservas, bem como retornar o superávit primário a um patamar que fosse capaz de estabilizar a relação dívida bruta-produto interno bruto e retomar confiança dos empresários nacionais e dos investidores internacionais.

A economia brasileira chega ao final de 2014 apresentando indicadores, de fato, preocupantes. Os dados das contas públicas se apresentam progressivamente piores, isto é, a dívida bruta segue aumentando e o superávit primário diminui. A inflação, por sua vez, se eleva, alcançando o teto da meta, enquanto as taxas de crescimento ficam cada vez menores. É esse o ambiente que propicia a mudança de orientação da política econômica.

III.1.1 – Inflação

Gráfico 3.1 – Índice de Preços ao Consumidor Amplo



A meta para inflação no Brasil é de 4,5% ao ano, com banda de tolerância de 2 pontos percentuais para baixo ou para cima, e o Brasil tem encontrado dificuldade para fazer com que a inflação se localize próximo da meta (MESQUITA, 2014), como observado no gráfico.

Ao longo de 2013, além de elevar os juros, o governo criou uma série de medidas para conter o avanço dos preços – tais medidas consistiram em desonerações tarifárias e controle de preços administrados.

De acordo com alguns analistas oriundos do mercado financeiro, como Mario Mesquita, essas políticas, além de afetaram fortemente as finanças públicas, criaram um problema para a gestão de médio prazo da formação de expectativas de inflação. A partir de certo momento, a perspectiva de desrepresamento dos aumentos tarifários dificultou a convergência das expectativas para a meta (MESQUITA, 2014).

A inflação mais elevada no primeiro trimestre de 2015 teve como causas principais, o realinhamento dos preços monitorados e livres, pressões pontuais advindas da desvalorização cambial e efeitos sazonais, como a crise hídrica, refletindo nos preços de alimentos e serviços¹⁷.

III.1.2. - Déficit fiscal

¹⁷ Ver Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil, Março 2015, p. 25.

Já em relação ao resultado fiscal do governo central, 2014 foi o pior da série desde a introdução do regime de metas em 1999: Ele foi gerado pela desaceleração econômica registrada desde 2011, acomodação do processo de crescimento das receitas (influenciado pela política de desonerações) e principalmente, o aumento das despesas do governo, e essa combinação de fatores reduziu o resultado primário a um patamar bem inferior àquele requerido para estabilizar a relação dívida-PIB. (GOBETTI, 2015).

Gráfico 3.2 – Resultado fiscal do governo central

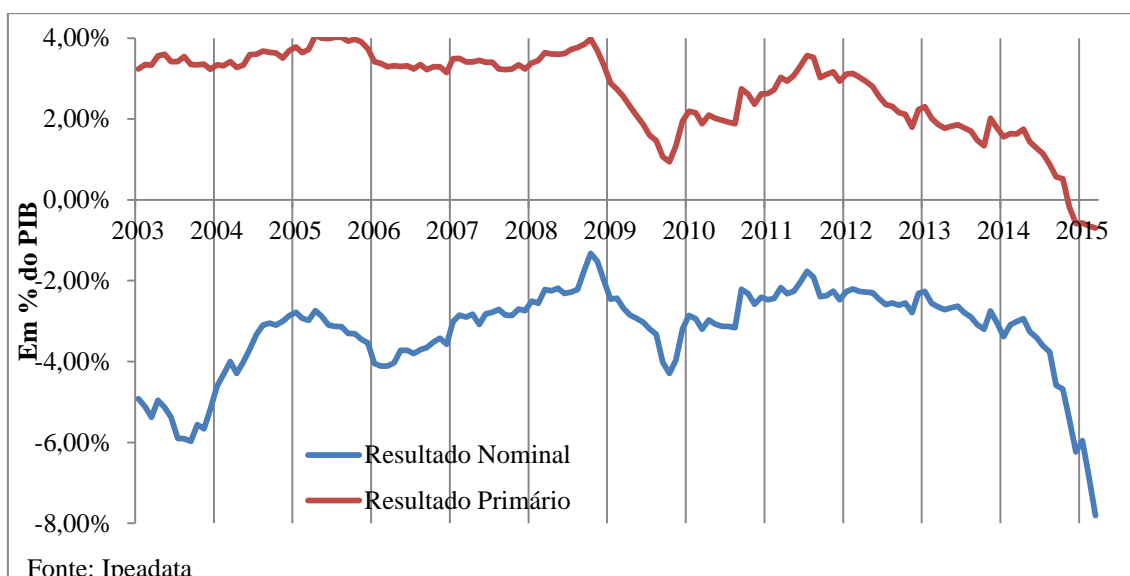
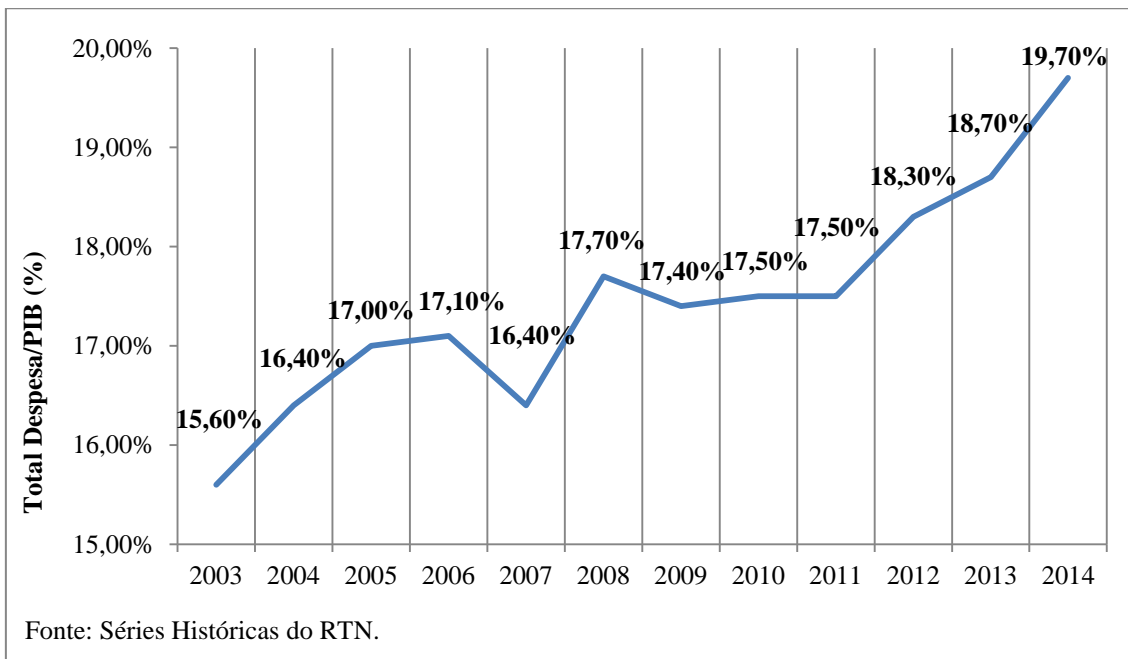


Gráfico 3.3 – Despesa do governo central



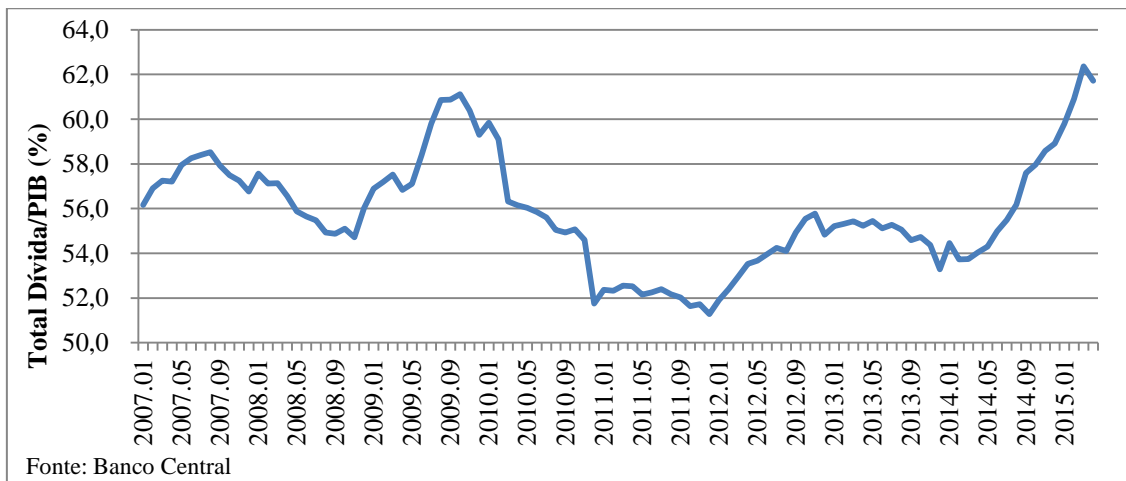
A perspectiva de descontrole inflacionário e das contas públicas deu origem a política de austeridade. Além disso, a redução das despesas correntes do governo em proporção do PIB não tem se demonstrado viável no horizonte planejado para os ajustes fiscais, pois uma grande parte dessa despesa é rígida e, muitas vezes, está indexada por regras de reajuste baseadas no próprio crescimento do PIB, como ocorre com o salário mínimo e os gastos na área da saúde.

Mesmo a parcela discricionária do gasto corrente está vinculada a contratos e serviços de utilidade pública, os quais são reajustados periodicamente. Tem-se também que pelo menos 55% desse gasto (GOBETTI, 2015) é constituído por benefícios previdenciários e assistenciais, que estão protegidos por legislações e compromissos do governo.

Sendo assim, existe uma série de leis e compromissos políticos que forçam a manutenção do crescimento das despesas do governo a taxas superiores a do PIB. Dessa forma, sobra uma parcela pequena das despesas correntes que podem ser alteradas no curto prazo.

III.1.3 - Aumento da Dívida Pública

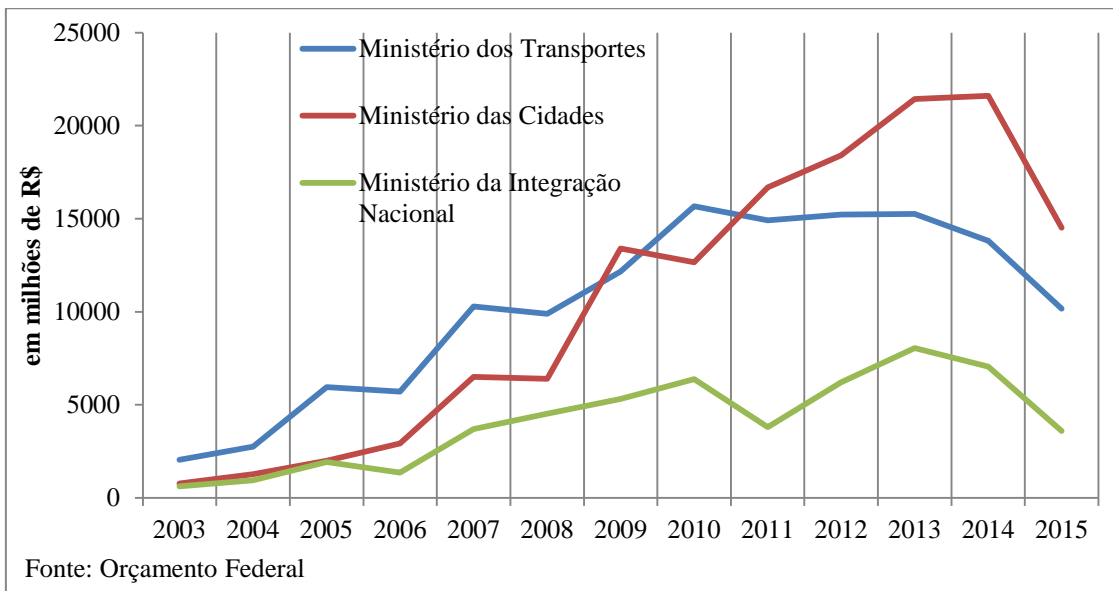
Gráfico 3.4 – Dívida Bruta do governo central



Um resultado primário próximo de zero, como o atualmente observado, tem consequências negativas na dívida pública. Somado a isso, tem-se o fato do espaço para reduzir as despesas estar reduzido, especialmente no contexto de baixo crescimento econômico.

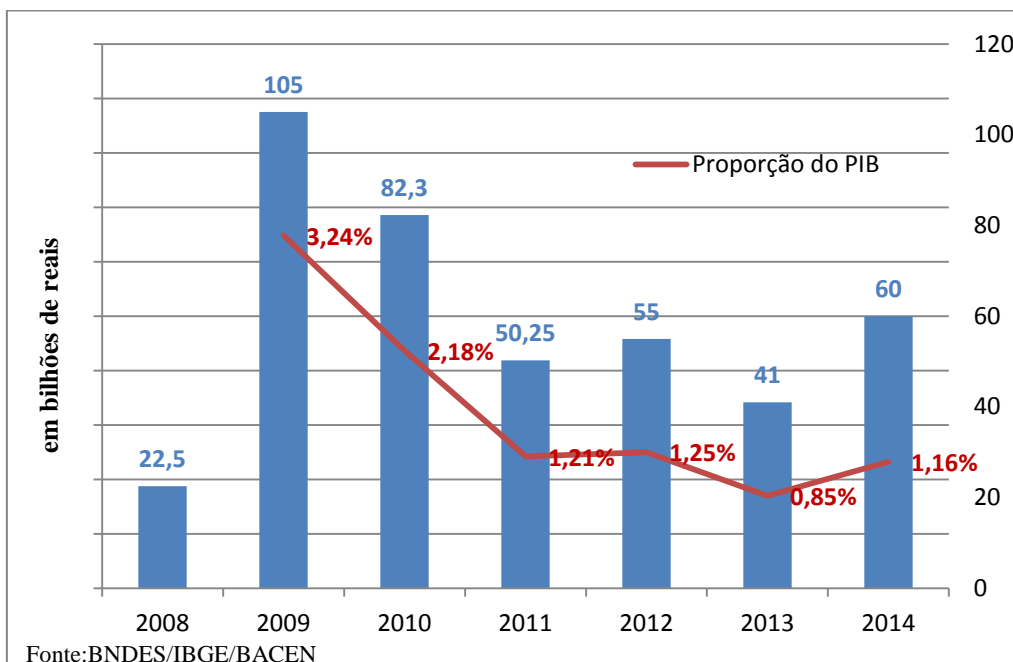
Dessa forma, como colocado por Gobetti (2015, p.30): “Qualquer esforço fiscal adicional neste ano depende, portanto, ou de aumento da carga tributária, ou do corte de investimentos”. Sendo assim, o que se pode esperar do ajuste fiscal, com a urgência na com que está sendo tratado, é um reflexo negativo nos investimentos públicos. Tal efeito já pode ser observado pela redução do orçamento de alguns ministérios (como apontado no gráfico abaixo) resultando, por fim, em graves consequências para a infraestrutura econômica do país, caso os investimentos não sejam realocados para o setor privado.

Gráfico 3.5 – Orçamento dos Ministérios ligados à Infraestrutura



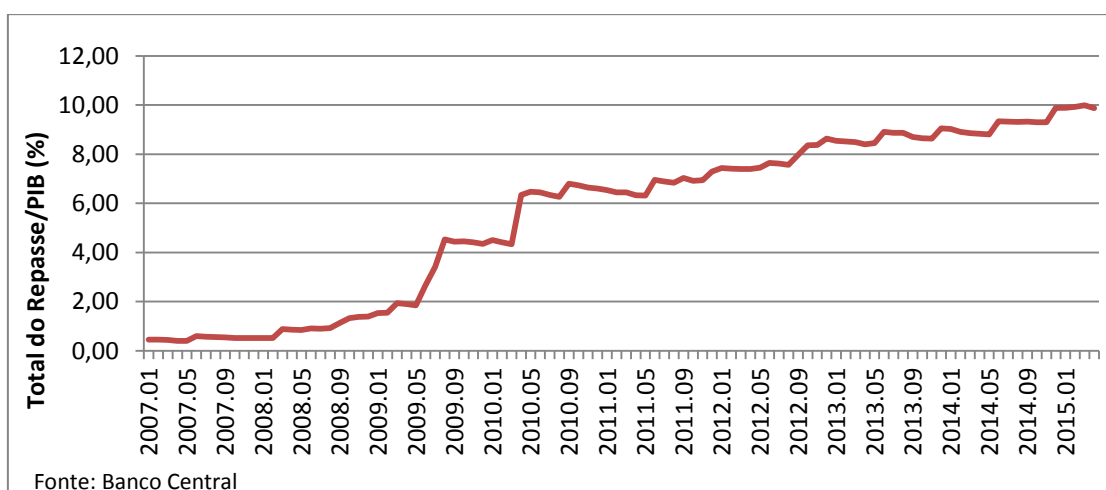
III.1.4 - Repasses ao BNDES

Gráfico 3.6 – Captações com o Tesouro Nacional



O impacto fiscal dos empréstimos da União ao BNDES é assunto controverso, tendo em vista que os empréstimos feitos pelo banco têm custo indexado majoritariamente pela TJLP, hoje em 6% ao ano, taxa mais baixa do que a Selic (14,25%), que é a taxa de juros referencial do mercado. Por isso, os empréstimos por essa taxa são considerados subsidiados, em outras palavras, o BNDES empresta à taxa TJLP enquanto o governo federal capta recursos pagando a taxa Selic, o que por fim, contribui para aumentar a dívida pública federal. (PEREIRA, SIMÕES e CARVALHAL, 2011)

Gráfico 3.7 – Repasses do Tesouro Nacional para o BNDES



Em contrapartida, essa maneira de contabilizar os custos isoladamente pode levar a conclusões precipitadas, pois não se leva em consideração os ganhos fiscais resultantes das operações, como: o lucro do BNDES, que retorna à União por meio de dividendos, tributos e lucros retidos; o ganho fiscal em curto prazo, decorrente da expansão do produto e da renda da economia; o ganho fiscal em longo prazo, resultante do fato da capacidade produtiva da economia aumentar nos anos seguintes, viabilizando o crescimento da demanda sem pressão inflacionária, por fim, maior PIB e arrecadação fiscal. (PEREIRA, SIMÕES e CARVALHAL, 2011)

Tendo em vista a estratégia atual do governo, a previsão para este ano é de queda dos desembolsos do banco e da taxa de investimento, mesmo assim, ela ainda será maior do que a observada nos anos anteriores à crise de 2008, quando o cenário econômico era mais favorável (PUGA, 2015).

III.2 - Projeto de Investimentos em Logística II (PIL II)

III.2.1 - Apresentação geral do PIL II

Dado o diagnóstico fiscal do governo, ancorado em dados preocupantes apresentados no tópico anterior, a segunda versão do PIL apresenta modificações, sobretudo no tocante a concessões e a arrendamentos na área da infraestrutura de transportes: ferrovias, rodovias, portos e aeroportos..

O PIL 2 foi anunciado em junho de 2015 e reincluiu 66 projetos do programa anterior, com um investimento total de R\$ 198,4 bilhões, dos quais R\$ 68,2 bilhões

devem ser realizados até 2018 e, os R\$ 128,2 bilhões restantes, a partir de 2019 (HESSEL e, KAFRUNI, 2015), tendo como pontos chaves, de acordo com o Ministério do Planejamento, aumentar a competitividade da economia com o melhor escoamento da produção agrícola e redução dos custos de logística para a indústria, atender ao crescimento das viagens nacionais e internacionais e ampliar as exportações a partir de obras em 20 Estados e 130 municípios. (JUBÉ e MARCHESINI, 2015)

Do total do programa, R\$ 66,1 bilhões devem ser aplicados em rodovias, buscando também atender ao crescimento do número de veículos, que cresceu 185% entre 2001 e 2014 (7,8% de crescimento médio anual). Esse tipo de concessão seguirá o modelo de leilão pela menor tarifa, como no programa anterior.

Os investimentos projetados em ferrovias são de R\$ 86,4 bilhões. Sendo a maior parte da projeção o investimento de R\$ 40 bilhões para o trecho brasileiro da Ferrovia Bioceânica, que interligará o Centro-Oeste e o Norte do país ao Peru para o escoamento de produção agrícola via Oceano Pacífico até os mercados asiáticos.¹⁸

Já os aeroportos receberão R\$ 8,5 bilhões para concessão dos aeroportos e está prevista a concessão, por modelo de outorga, de sete aeroportos regionais delegados totalizando investimentos de R\$ 78 milhões.

A etapa de concessões portuárias prevê R\$ 37,4 bilhões em investimentos e inclui 50 novos arrendamentos, 63 novas autorizações para Terminais de Uso Privado - TUPs em 16 estados, totalizando R\$ 14,7 bilhões, (e renovações antecipadas de arrendamentos (R\$ 10,8 bilhões), além de 24 pedidos de prorrogação antecipada de contratos de arrendamentos de terminais em portos públicos, com previsão de R\$ 10,8 bilhões de investimentos, em nove estados.¹⁹

Nas licitações de concessão e de arrendamento do setor portuário serão utilizados, de forma combinada ou isolada, os critérios de maior capacidade de movimentação, menor tarifa, menor tempo de movimentação de carga, maior valor de

¹⁸ Ver dados em <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/programa-de-investimento-em-logistica-pil/noticias/governo-lanca-segunda-etapa-do-programa-de-investimento-em-logistica>>

¹⁹ Ver dados em <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/programa-de-investimento-em-logistica-pil/noticias/governo-lanca-segunda-etapa-do-programa-de-investimento-em-logistica>>

investimento, menor contraprestação do poder concedente, melhor proposta técnica e maior valor de outorga.

De maneira geral, a concessão de uma obra no novo programa de investimentos do governo passa por 15 etapas, respectivamente: 1) decisão do governo de fazer a concessão; 2) criação do modelo, uma vez que o governo define que a obra será repassada à iniciativa privada, há três formatos: concessão, autorização ou outro modelo; 3) contratação de estudo, onde o governo faz uma concorrência e contrata empresa, que tem um prazo – em geral de até 6 meses – para apresentá-lo; 4) aprovação interna do estudo, o qual se o governo achar insuficiente, poderá pedir voltar para a fase anterior; 5) lançamento de consulta pública ao modelo de edital; 6) consulta pública, onde são feitas audiências nas cidades afetadas para ouvir a população, podendo durar até 3 meses de acordo com o projeto; 7) consolidação das contribuições da consulta pública, que pode levar até 30 dias; 8) aprovação interna do modelo de edital e envio ao TCU; 9) aprovação do TCU ao modelo de edital, onde o órgão verifica se os estudos seguem os parâmetros legais e se não aprovado, volta a fase 3; 10) lançamento do edital, onde os candidatos podem fazer estudos e apresentar propostas com prazo mínimo até a proposta de 45 dias; 11) avaliação do edital TCU, no qual se o TCU exigir alterações, o edital será republicado; 12) licitação, quando é definida a empresa vencedora; 13) período de recurso dos concorrentes, com prazo de 30 dias; 14) verificação do contrato pelo TCU, quando o órgão verifica se não há divergências no contrato; e por fim, 15) assinatura do contrato. (CRUZ, AMORA e NERY, 2015).

De acordo com o ministro do Planejamento Nelson Barbosa, a taxa interna de retorno (TIR) dos projetos de infraestrutura será específica, variando conforme o risco e o projeto. Esse modelo considera uma taxa livre de risco de longo prazo, e sobre essa taxa se adiciona o risco do negócio. Esse cálculo é tradicionalmente feito pela Secretaria do Tesouro Nacional e discutido com os ministérios setoriais. (LIMA e CAMPOS, 2015). De acordo com o atual ministro da Fazenda, Joaquim Levy, esse pacote de concessões só deverá ter impacto mais relevante no PIB do próximo ano com algum efeito em 2015. (SIMÃO, CAMARATTOO e PERES, 2015)

III.2.2 – Mudanças no PIL 2

Na primeira fase do PIL, previa-se cerca de R\$ 200 bilhões em investimentos do setor privado através das concessões. Três anos depois, apenas as cinco concessões de aeroportos saíram do papel, o programa de concessão de rodovias só foi parcialmente implementado e as licitações de portos e ferrovias não avançaram a partir do critério de seleção pelo menor preço pago pelo usuário e no final das contas, apenas um quinto do montante total previsto foi investido.²⁰

Um dos pontos que travou a maior adesão do setor privado no caso das concessões anteriores foi uma regulamentação excessiva de acordo com os empresários, como a tentativa do governo de controlar a taxa de retorno dos projetos. Já nesse novo programa, o governo está disposto a dar mais espaço ao setor privado, criando um marco regulatório mais atraente para o setor privado, inclusive para os investidores externos. Além disso, o governo poderá também optar entre realizar os leilões por maior valor de outorga, menor tarifa ou compartilhamento de investimento nas concessões ferroviárias. (COSTA, 2015).

A insegurança jurídica, como analisada no tópico de riscos associados no primeiro capítulo, não pode ser compensada com incentivos financeiros, como juros baixos e maior prazo de financiamento, uma vez que os investidores precisam da certeza de que assinado o contrato as condições estabelecidas não serão alteradas por decisão unilateral de uma autoridade. Assim, no âmbito regulatório, haverá maior transparência em relação a prazos para aprovação ambiental e andamento de processos nos órgãos de controle. Desse modo, se busca atrair o investidor privado para os investimentos necessários em infraestrutura. (DUARTE, 2015)

III.2.3 - Incertezas no programa

O novo pacote de concessões, se amplamente aceito pelos investidores, geraria aumento de 0,4% no PIB ao ano até 2018, e igual valor será adicionado se houver a conclusão de todos os investimentos em dez anos. Porém, trata-se de pouco mais de 10% dos desembolsos adicionais necessários para elevar o padrão da infraestrutura

²⁰ Ver dados em <<http://www.economist.com/news/americas/21653949-government-getting-serious-about-attracting-private-investment-roads-railways-and-airports>>

nacional²¹, o que sugere uma grande escassez ou, por outro lado, que os projetos do PIL II se constituiriam em grandes oportunidades de investimento.

Apesar disso, o atual cenário econômico traz impactos negativo na capacidade e no entusiasmo dos empresários em participar dos leilões. De um lado, algumas empresas passam por dificuldades financeiras e podem evitar assumir novos compromissos, precisamente, por terem se comprometido com grandes investimentos dos últimos dez anos. Uma de suas dificuldades para entrar em novos projetos seria, precisamente, a falta de espaço nos balanços e a carência de instrumentos de garantia de mercado que propiciassem o financiamento por project finance na modalidade non recourse.

Por outro lado, há uma falta de confiança dos empresários, ou seja, elevado grau de incerteza sobre a economia, diminuindo ainda mais o grau de participação nos leilões. Em especial, a previsão futura de demanda fica bastante comprometida diante da queda nas taxas de crescimento e do prolongamento da crise internacional, tantas vezes declarada como superada ao longo dos últimos 7 anos.

Além disso, na medida em que as maiores construtoras do país acabaram envolvidas no caso de corrupção na Petrobras, e algumas delas enfrentam problemas financeiros ainda maiores, pois passaram a ter dificuldades crescentes para obter crédito no mercado e seus negócios com a estatal sofreram paralisações. Tendo em vista essas dificuldades financeiras, a participação nos leilões dessas empresas deve diminuir substancialmente (COSTA, 2015).

Esse espaço deixado nos próximos leilões poderá ser suprido de duas maneiras: outras empresas nacionais, apesar de menores, podem passar a participar de mais concessões, possivelmente, em associação. A segunda maneira seria a participação de empresas estrangeiras nos leilões, pois, com a queda do real, há um barateamento dos investimentos feitos na moeda brasileira, e com isso, essas empresas poderão achar atrativos esses investimentos (COSTA, 2015). A solução a ser encontrada, no entanto, ainda é de certo modo imprevisível.

²¹ Ver dados em <<http://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2015/06/1640603-editorial-pacote-logistico.shtml?cmpid=newsfolha>>

III.2.4 - Participação do BNDES

O BNDES surge como financiador principal do programa, com participação, conforme definido pelo PIL, variando entre 65% a 80% no *funding* dos projetos de concessão sob a forma de crédito convencional. (FILHO, 2013).

Os desembolsos do banco para projetos de infraestrutura de transporte e logística devem ficar entre R\$ 11 bilhões e R\$ 13 bilhões neste ano, com alta de até 14% sobre os R\$ 11,4 bilhões liberados no ano passado para o setor. (GÓES, 2015a)

Nessa nova fase do PIL, o BNDES ainda será um dos protagonistas no financiamento da expansão de infraestrutura, tendo ainda grande peso nos investimentos totais, podendo chegar a 70% do valor dos projetos de rodovias, portos e aeroportos, e até 90% das ferrovias, segundo o Ministério do Planejamento. (LIMA, LOURENÇO e PEDUZZI, 2015)

Por outro lado, a premissa de austeridade fiscal do atual governo, como observada, limitam a atuação do BNDES e tornam necessária a maior participação do setor privado e do mercado de capitais. Sendo assim, o governo tem como meta reduzir os empréstimos subsidiados no financiamento de infraestrutura. (COSTAS, 2015)

Para isso, o governo quer que as empresas emitam títulos de sua dívida, as chamadas debêntures - dívidas de uma empresa, que assume o compromisso de devolver, com juros e prazo, um valor pré-determinado - no mercado de capitais para captar dinheiro para suas obras e ter maior acesso ao financiamento público com Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Essa nova política operacional foi batizada com “Programa de Incentivo ao Mercado de Renda Fixa”, que busca por fim estimular a maior participação da iniciativa privada como fonte complementar de recursos para as grandes obras de infraestrutura por meio do *project finance*. Essa inovação é voltada para uma classe de clientes que atenda, simultaneamente, a dois critérios. Primeiro, que tenha receita operacional bruta superior a R\$ 1 bilhão. Segundo, que apresente projetos de investimento superior a R\$ 400 milhões.

Para que haja um maior estímulo ao uso do mercado de capitais para a captação de recursos para os projetos, em muitos casos ele será uma pré-condição para que a empresa tenha acesso a níveis de financiamento com taxas de juros subsidiadas. . (COSTAS, 2015), Caso a empresa emita debênture, ela ganhará participação adicional no custo do empréstimo em TJLP, e a partir do tamanho da emissão de debêntures, o custo do crédito para a empresa pode cair em até 2 pontos percentuais ao ano.

De acordo com a reportagem de Filho (2013) para o *Valor*:

O mercado de debêntures incentivadas para financiamento de projetos de infraestrutura começou a deslanchar no final do ano passado. Regulado desde de junho de 2011, com a publicação da Lei 12.431, a expectativa é que venha a movimentar R\$ 3,5 bilhões em cinco anos, considerando-se apenas os nove trechos rodoviários incluídos no Programa de Investimento em Logística (PIL).”

No caso das rodovias, a emissão deve ser de no mínimo 10% de debêntures de infraestrutura para elevar a participação de financiamento pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) para 45%, assim como para o caso dos portos (GÓES, 2015b)

Já para os aeroportos, a emissão para se encaixar nas condições do programa é de pelo menos 15% de debêntures de infraestrutura, elevando assim a participação de financiamento referenciado em TJLP para 30%. Por fim, para as ferrovias, o BNDES poderá financiar até 70% referenciado em TJLP e até 20% em taxas de mercado, independentemente da emissão de debêntures de infraestrutura. (LIMA, LOURENÇO e PEDUZZI, 2015)

Já em relação a participação do setor bancário privado, governo vai permitir esses bancos cobrarem uma taxa de risco no financiamento do programa de concessões como remuneração extra, ou seja, além de uma taxa fixa de 2% ao ano para cobrir custos bancários e da TJLP, haverá uma taxa de risco, que variará de acordo com o risco do projeto financiado e do tomador do empréstimo. (AMORA e CRUZ, 2015)

Essas instituições não participaram no financiamento da primeira etapa do programa de concessões na medida em que o governo teria tabelado os juros, impedindo a possibilidade de classificação de risco das operações. (AMORA e CRUZ, 2015)

Tabela 3.1 – “Programa de Incentivo ao Mercado de Renda Fixa” – Condições de financiamento

Rodovias			
Condições (%)	Sem debêntures	Com 10% de debêntures	Com 25% de debêntures
BNDES TJLP + 1,5% a.a. + risco de crédito	35	45	45
BNDES outras fontes + 1,5% a.a. + risco de crédito	35	15	0
Debêntures de infraestrutura	0	10	25
Geração de caixa	30	30	30
Portos			
Condições (%)	Sem debêntures	Com 10% de debêntures	Com 25% de debêntures
BNDES TJLP + 1,5% a.a. + risco de crédito	25	35	35
BNDES outras fontes + 1,5% a.a. + risco de crédito	35	25	0
Debêntures de infraestrutura	0	10	35
Geração de caixa	30	30	30
Aeroportos			
Condições (%)	Sem debêntures	Com 10% de debêntures	Com 25% de debêntures
BNDES TJLP + 1,5% a.a. + risco de crédito	15	30	35
BNDES outras fontes + 1,5% a.a. + risco de crédito	55	25	0
Debêntures de infraestrutura	0	15	35
Geração de caixa	30	30	30
Ferrovias			
Condições (%)	Sem debêntures	Com 25% de debêntures	
BNDES TJLP + 1,5% a.a. + risco de crédito		70	70
BNDES outras fontes + 1,5% a.a. + risco de crédito		20	0
Debêntures de infraestrutura		0	20
Geração de caixa		10	10

Fonte: BNDES

III.2.5 - Ceticismo sobre as Debêntures

As captações de recursos com a emissão de debêntures para financiar os projetos da nova rodada de concessões em infraestrutura só deverão ocorrer a partir de 2017 e o BNDES deverá conceder garantias de pagamento dos juros aos investidores por dois anos em caso de problemas com o projeto. (PINHEIRO e MOREIRA, 2015a)

A Anbima, associação que representa as instituições que atuam no mercado de capitais, também pede mudanças nas regras para emissões de debêntures de infraestrutura. Entre elas, a flexibilização para que os fundos de investimento e de pensão possam aplicar nos papéis. (PINHEIRO e MOREIRA, 2015a)

Os maiores participantes do mercado de debêntures de infraestrutura são pessoas físicas, mas a maior parte das emissões se refere a projetos de menor risco se comparado aos papéis de um projeto ainda em construção (PINHEIRO e MOREIRA, 2015b). Além disso, a concorrência das debêntures com outros produtos isentos, como as letras de crédito imobiliário e do agronegócio (LCI e LCA) podem inviabilizar, por fim, a aceitação pública desse papel (PINHEIRO e MOREIRA, 2015a) Sendo assim, é incerto se eles terão apetite para absorver o volume adicional de debêntures- sobretudo papéis

que tiverem prazos mais longos e representarem os riscos de projetos que ainda não saíram do papel.

Por outro lado, o BNDES garantirá uma demanda mínima nas emissões de debêntures dos projetos de infraestrutura na nova fase do PIL, o que aliado às condições de financiamento mais vantajosas (demonstradas na tabela 3.1), tende a estimular a demanda por esses papéis na segunda fase do PIL que se espera ser entre três a quatro vezes superior à da primeira fase do programa. (GÓES, 2015b)

Dessa forma, o banco funcionaria como um indutor da demanda do mercado, garantindo um percentual das debêntures, com uma orientação de estimular o mercado e dividir com ele a demanda pelos papéis. Para debêntures corporativas, aplica-se regra segundo a qual a compra máxima pelo BNDES pode chegar até 30% da oferta, e para debêntures de infraestrutura, a análise sobre a participação do banco será de acordo com o projeto em questão. Se a demanda pelas debêntures de infraestrutura superar a oferta para um determinado projeto, o banco poderá até mesmo nem entrar na operação. (GÓES, 2015b).

Um ponto a se levar em consideração é o fato dos bancos que atuam em operações de mercado de capitais questionarem sobre a existência de demanda necessária para as debêntures de infraestrutura, dado que o volume de captações necessário para fazer frente ao programa é estimado em cerca de R\$ 8 bilhões ao ano entre 2016 e 2018. Contudo, o número em si não parece ser tão grande, considerando-se que, em 2014, as emissões de debêntures foram de R\$ 70,6 bilhões. Por outro lado, as debêntures de infraestrutura – que contam com incentivo fiscal, desde que foram criadas há quatro anos – captaram apenas R\$ 11 bilhões e esse incentivo fiscal para o instrumento só vai até 2020, quando muitos dos projetos ainda não estarão concluídos.

Outro ponto é que os fundos de pensão, investidores com perfil de longo prazo que poderiam ser compradores potenciais, têm restrições para adquirir as debêntures. Eles só podem investir em títulos de companhias de capital aberto e grande parte dos projetos é de empresas com capital fechado. (PINHEIRO e MOREIRA, 2015b)

Além disso, nessa nova modalidade de financiamento, os papéis não oferecem retorno atraente o bastante para que os investidores abram mão da segurança dos títulos públicos, o que pode ser explicado pelo desenho tributário, que faz a diferença sobre o

retorno das aplicações. Os fundos de pensão têm isenção de Imposto de Renda para aplicar em títulos públicos. Assim, só valeria a pena usufruir do mesmo benefício fiscal que é concedido a quem compra as debêntures de infraestrutura se o prêmio dos papéis privados fosse melhor. No entanto, grande parte das empresas com baixo risco que têm ido a mercado não consegue oferecer a rentabilidade desejada. Sem vantagem adicional, os papéis do Tesouro são concorrentes quase imbatíveis na visão de gestores de fundos. (CAVALCANTI, 2015) Sendo assim, os fundos de pensão foram compradores marginais desses papéis, pois veem que as debêntures oferecem retorno pouco atraente para que abram mão da segurança dos títulos públicos. (PINHEIRO, MOREIRA e CALCANTI, 2015).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao final de 2010, o governo decide mudar a sua orientação de política econômica, dando incentivos macroeconômicos ao setor privado a assumir a responsabilidade de gerar crescimento econômico. De acordo com Serrano e Summa (2015, p.1, tradução nossa):

Isto foi feito em duas fases. o primeiro foi através de uma contração forte e deliberada nas taxas de crescimento da demanda agregada em 2011 (cujos efeitos durou até 2012), incluindo uma redução muito grande no investimento público, para abrir espaço para a expansão do presumido investimento privado e das exportações que eram esperados vir com as taxas de juros mais baixas e uma desvalorização da taxa de câmbio. Como o investimento e as exportações não responderem a esses juros e de taxas de câmbio, a desvalorização da taxa de câmbio começou a acelerar a inflação, as taxas de juros foram aumentadas novamente. Depois, o governo tentou reanimar o investimento do setor privado, principalmente através de grandes incentivos fiscais para as empresas, na esperança de que o setor privado respondesse com expansão do investimento e da demanda agregada. Dado que as medidas tomadas desde meados de 2012 não aumentou significativamente a demanda final global (aumento nem o interno nem o mercado externo), os investidores privados naturalmente não encontraram nenhuma razão para expandir o investimento e no final a nova estratégia reduziu consideravelmente a tendência de crescimento da economia .

Dessa forma, a nova equipe econômica em 2015, frente aos resultados ruins da economia doméstica, busca seguir as recomendações das agências de risco internacionais e reduzir a dívida pública bruta em relação ao PIB, com uma diminuição do tamanho da importância dos investimentos públicos e do crédito oferecido por bancos públicos na economia, o que na teoria melhoraria a credibilidade da política macroeconômica e elevaria a confiança dos investidores internos, estimulando o investimento privado.

A fim de se compatibilizar com esse ajuste fiscal, o novo programa de infraestrutura do governo, o PIL 2, se baseia em um plano de concessões com um marco regulatório mais favorável ao setor privado e financiamento parcial dos projetos concedidos através de debêntures. A intenção do governo é de atrair o capital privado tanto para o investimento para o financiamento dos projetos, o que, por outro lado, enfrenta o ceticismo de especialistas quanto à viabilidade dos empreendimentos.

CONCLUSÃO

A infraestrutura logística, responsável por todo o deslocamento de mercadorias e pessoas, representa um importante componente dos custos e da produtividade de um país. Sendo assim, o investimento nessa modalidade é uma estratégia vital para que um país possa alavancar seu desenvolvimento econômico, pois ela serve de suporte para outras atividades econômicas.

Por outro lado, os ativos de infraestrutura apresentam diversas peculiaridades e empecilhos que afastam a decisão do empresariado em alocar recursos nesse tipo de ativo, como a necessidade de elevados investimentos iniciais e o longo prazo de maturação dos mesmos, além de uma baixa taxa de retorno e relevantes riscos de demanda e de construção. Sendo assim, a iniciativa privada dificilmente é atraída, dada a incerteza que ronda esse tipo de investimento.

Dessa forma, o investimento em infraestrutura se dá sob grande incerteza e historicamente ele ficou na maioria das vezes sob a responsabilidade do Estado. Atualmente, porém, a necessidade de investimentos desse tipo está além da capacidade financeira e gerencial do governo, se fazendo necessária a participação do setor privado, que passou a ser viável com um relativo aumento na oferta de crédito de longo prazo e novos instrumentos financeiros como o *project finance* e debêntures de infraestrutura.

A parceria público-privada, onde o Estado se combina com o setor privado, foi a maneira encontrada pelo governo de tornar possível certos projetos, ao entrar com parte dos recursos e/ou financiamento, enquanto o setor privado garante por meio de um contrato a operação e a manutenção do serviço.

Essas parcerias são firmadas através de contratos de concessão de serviços públicos, nos quais deve estar garantido o equilíbrio econômico-financeiro ao mesmo tempo em que é observada uma segurança jurídica no contrato, propiciando a participação do setor privado em um cenário econômico favorável.

No Brasil, houve um grande aumento no volume dos investimentos em infraestruturas de 2004 até 2013. Ele pode ser explicado pela decisão do governo em priorizar esse tipo de investimento através dos planos de investimento em infraestrutura, que teve como principal expoente o PAC.

O cenário econômico até a crise de 2008 era, com toda certeza, favorável a esse aumento. A economia crescia a taxas superiores à média dos vinte anos anteriores, aliada a uma melhora na situação externa e fiscal do país e, além disso, eram baixas as taxas de inflação. Com a irrupção da crise, era de se esperar que a cessasse a aceleração observada no volume de investimento em infraestrutura, o que não ocorreu devido à decisão do governo de conceder crédito e incentivos, resumidamente, pela prática de políticas anticíclicas.

A partir dos dados observados, pode-se dizer que o aumento dos gastos e do crédito público foram acompanhados pelo aumento dos gastos e do crédito privado, assim como o aumento dos volumes captados no mercado de capitais. Sendo assim, o que foi observado recentemente na economia brasileira foi o *crowding-in*, como evidenciado por Santos e Modenesi (2015), ou seja, houve uma complementaridade entre o setor público e o privado no crescimento da economia.

A partir de 2011, há uma gradativa piora do cenário econômico, fruto da mudança da orientação da política macroeconômica doméstica, a qual buscou que o setor privado tomasse a dianteira dos investimentos. Para isso, o governo forçou uma queda na taxa de juros e concedeu isenções tributárias. Além disso, o crédito público continuou crescendo, como observado no gráfico 2.5 e no 2.6, mas o resultado agregado do investimento foi aquém do esperado e o resultado fiscal piorou gradativamente.

A solução pregada para essa gradual piora fiscal foi a austeridade, que daria espaço para que investidores privados passem a investir mais, levando assim ao crescimento do produto e conseqüente base fiscal. Essa solução segue a lógica do *crowding-out*, aceita na nova equipe econômica do governo, assim como nos principais veículos de mídia e nas recomendações das agências internacionais de risco.

Dessa vez, além da contenção dos investimentos públicos, está se buscando a diminuição do financiamento público, notadamente os desembolsos ao BNDES. Por outro lado, a necessidade de investimentos em infraestrutura e sua importância para a economia do país não pôde ser deixada de lado. O governo busca combina-los com os cortes fiscais através de um plano de concessões públicas com menor controle do governo e financiamento parcial dos projetos concedidos através de debêntures. Desse modo, o governo busca atrair o capital privado tanto no investimento quanto no financiamento.

O novo modelo, portanto, conta com uma maior disposição e capacidade do setor privado, tanto como investidor, como financiador, no presente cenário de elevada incerteza econômica. Porém, dada a magnitude do aumento do volume e proporção em relação ao PIB da infraestrutura no país a partir de um modelo de complementaridade entre investimento e crédito público com o investimento e crédito privado, somada à grande incerteza inerente aos investimentos em infraestrutura, resta uma dúvida razoável se esse modelo seria capaz de mobilizar os recursos necessários, ou seria uma mudança estratégica muito grande para que o modelo deslanche.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA de risco Standard & Poor's rebaixa nota do Brasil: Nota de crédito da dívida foi revisada de 'BBB' para 'BBB-'. Apesar do rebaixamento, Brasil ainda mantém 'grau de investimento'. *GI*. São Paulo, 24 mar. 2014. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/03/agencia-de-risco-standard-poors-rebaixa-nota-do-brasil.html>> Acesso em 3 de ago.2015

AMORA, D.; CRUZ, V. Governo cria “taxa de risco Lava Jato” para financiar concessões. *Folha de São Paulo*. Brasília, 13 jun. 2015. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/06/1641634-banco-podera-cobrar-juros-extra-por-risco-em-concessoes.shtml?cmpid=newsfolha>>. Acesso em 15 de jun. 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. *Relatório de Inflação*. 17 v. Brasília: Banco Central do Brasil, 2015. 122 p.

BARBOSA-FILHO, N.; SOUZA, J. A. P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs.) *Brasil: entre o passado e o futuro*. São Paulo: Boitempo, 2010.

BRASIL. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Secretaria de Planejamento e Investimentos Estratégicos. Projeto-Piloto de Investimentos: relatório anual exercício 2006 / Secretaria Planejamento e Investimentos Estratégicos. Brasília: MP, 2007. 140 p.

BRUNO, M.; SILVA, R.M.B. Desenvolvimento econômico e infraestrutura no Brasil: dois padrões recentes e suas implicações. *Análises e propostas*, Fundação Friedrich Ebert, nº 38, 2009.

CAVALCANTI, S. Fundação fica fora do mercado de debênture. *Valor Econômico*, São Paulo, 15 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/financas/4093390/fundacao-fica-fora-do-mercado-de-debenture>>. Acesso em 15 de jun. 2015.

CARVALHO, D. F. A crise financeira dos EUA e suas prováveis repercussões na economia global e na América Latina: uma abordagem pós-minkyana. In: ENCONTRO

DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 3, Campinas, 2010. *Anais...* Campinas: Unicamp, 2010. 20 p.

COSTAS, R. Quatro pontos para ficar de olho no novo pacote de concessões. *BBC Brasil*. São Paulo, 9 jun. 2015. Disponível em <http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/06/150609_pacote_concessoes_ru>. Acesso em 9 de jun. 2015.

CRUZ, V.; AMORA, D.; NERY, T. Empresários elogiam plano de concessões, mas veem entraves. *Folha de São Paulo*. São Paulo, 10 jun. 2015. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/06/1640055-empresarios-elogiam-plano-de-concessoes-mas-veem-entraves.shtml?cmpid=newsfolha>>. Acesso em 11 de jun. 2015.

DELAYS Ahead: The government is getting serious about attracting private investment in roads, railways and airports. It will not happen quickly. *The Economist*. São Paulo, 9 jun. 2015. Disponível em <<http://www.economist.com/news/americas/21653949-government-getting-serious-about-attracting-private-investment-roads-railways-and-airports>>. Acesso em 9 de jun. 2015.

DUARTE, M. S. As dúvidas e receios na concessão de rodovias. *Valor Econômico*. São Paulo, 19, nov. 2013. Disponível em <<http://www.valor.com.br/opiniaio/3342842/duvidas-e-receios-na-concessao-de-rodovias>>. Acesso em 11 de jun. 2015.

FERREIRA, P.C. Investimento em infraestrutura no Brasil: fatos estilizados e relações de longo prazo. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Brasília, vol. 26, p. 231-252, 1996

FILHO, L. V. Debêntures movimentam R\$ 3,5 bilhões. *Valor Econômico*. São Paulo, 30 abr. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/3105294/debentures-movimentam-r-35-bilhoes>>. Acesso em 15 de jun. 2015.

FRÓES, F. *O Financiamento de Projetos e o Project Finance*. Brasília: IBMEC, 2012.

GATTI, S. *Project finance in Theory and Practice – designing, structuring, and financing private and public projects*. Waltham: Elsevier, 2013.

GOBETTI, S. W. Ajuste fiscal no Brasil: os limites do possível. *Texto Para Discussão*, IPEA, Brasília, v. 2037, p.7-35, 2015.

GÓES, F. BNDES garante demanda mínima por debêntures. *Valor Econômico*. Rio de Janeiro, 15 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/financas/4093384/bndes-garante-demanda-minima-por-debentures>>. Acesso em 15 de jun. 2015. (b)

GÓES, F. Desembolsos para transporte devem crescer 14% este ano. *Valor Econômico*. Rio de Janeiro, 15 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/brasil/4093604/desembolso-para-transportes-deve-crescer-14-este-ano>>. Acesso em 15 de jun. 2015. (a)

GONÇALVES, R., *Desenvolvimento às Avessas: verdade, má-fé e ilusão no atual modelo brasileiro de desenvolvimento*, Rio de Janeiro: LTC, 2013.

GOVERNO lança segunda etapa do Programa de Investimento em Logística: Estão previstos investimentos de R\$ 198,4 bilhões em concessões de rodovias, ferrovias, portos e aeroportos. Ministério do Planejamento. Brasília, 9 jun. 2015. Disponível em <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/programa-de-investimento-em-logistica-pil/noticias/governo-lanca-segunda-etapa-do-programa-de-investimento-em-logistica>>. Acesso em 7 de jul. 2015.

GRIFFITH-JONES, S.; LIMA, A. T. F. *Alternative Loan Guarantee Mechanisms and Project Finance for Infrastructure in Developing Countries*. Brighton: Institute of Development Studies, University of Sussex, 2004.

GUIMARÃES, L. Investimentos da União diminuem quase 40% em 2015. *Valor Econômico*. São Paulo, 18 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/brasil/4098970/investimentos-da-uniao-diminuem-quase-40-em-2015>>. Acesso em 18 de jun. 2015

HESSSEL, R.; KAFRUNI, S. Reciclado, programa de concessões prevê investimentos de R\$ 198,4 bilhões: Projeto investirá em portos, aeroportos, rodovias e ferrovias. Maioria dos projetos estava no programa anterior. *Correio Braziliense*. Brasília, 9 jun. 2015. Disponível em:

<http://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2015/06/09/internas_economia.485979/programa-de-concessoes-do-governo-preve-investimentos-de-r-198-4-bilh.shtml>. Acesso em 9 de jun. 2015.

IPEA. Infraestrutura Econômica no Brasil: diagnósticos e perspectivas para 2025. *Livro* 6. Brasília, v.10, 2010.

JUBÉ, A.; MARCHESINI, L. Dilma diz que governo teve coragem de fazer ajuste e foca investimento. *Valor Econômico*. Brasília, 9 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/brasil/4086198/dilma-diz-que-governo-teve-coragem-de-fazer-ajuste-e-foca-investimento>>. Acesso em 9 de jun. 2015

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1996. p. 352 (Os Economistas).

MOTTA, R. S.; SALGADO, L. H.; FIUZA, G. Desafios da Regulação Econômica no Brasil. In: LEVY, P. M.; VILLELA R. (Orgs). *Texto Para Discussão*, IPEA, Rio de Janeiro, nº1234, p.91-101, 2006.

LIMA, D.; LOURENÇO, L.; PEDUZZI, P. Levy: não faltará dinheiro para investimentos em logística. *Agência Brasil*. Brasília, 9, jun. 2015. Disponível em <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2015-06/levy-nao-faltara-dinheiro-para-investimentos-em-logistica>>. Acesso em 7 de jul. 2015.

LIMA, F. R. F. *Inflação e política monetária no governo Dilma*. Análise Conjuntural, Curitiba, v. 33, n. 3-4, p.8-9, 2011.

LIMA, V.; CAMPOS, E. Programa é viável e há investidores interessados em ferrovias, diz Barbosa. *Valor Econômico*. Brasília, 11 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/brasil/4089106/programa-e-viavel-e-ha-investidores-interessados-em-ferrovias-diz-barbosa>>. Acesso em 11 de jun. 2015

MARTIN, D.B. Relatório Anual. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Washington, D.C., 2000.

MESQUITA, M. A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo. In CENTRO DE DEBATES DE POLITICAS PUBLICAS. *Sob a luz do sol: uma agenda para o Brasil*. São Paulo: CDPP, 2014. p.3 – 14.

PACOTE Logístico. *Folha de São Paulo*. São Paulo, 11, jun. 2015. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2015/06/1640603-editorial-pacote-logistico.shtml?cmpid=newsfolha>>. Acesso em 11 de jun. 2015.

PINHEIRO, V.; MOREIRA, T. Demanda por papéis de concessões é incógnita. *Valor Econômico*, São Paulo, 15 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/financas/4093392/demanda-por-papeis-de-concessoes-e-incognita>>. Acesso em 15 de jun. 2015. (b)

PINHEIRO, V.; MOREIRA, T. Primeiras emissões de debêntures devem ocorrer só em 2017. *Valor Econômico*. São Paulo, 15 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/financas/4093382/primeiras-emissoes-devem-ocorrer-so-em-2017>>. Acesso em 15 de jun. 2015 (a)

PINHEIRO, V.; MOREIRA, T.; CAVALCANTI, S. Bancos têm dúvidas sobre debêntures. *Valor Econômico*. São Paulo, 15 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/financas/4093624/bancos-tem-duvidas-sobre-debentures>>. Acesso em 15 de jun. 2015.

PINTO JUNIOR, H. Q.; FIANI, R. Regulação Econômica. In: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. (Orgs). *Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 2002. p. 515-543

PIRES, F. Dúvida legal forçou ‘fatiamento’ de portos. *Valor Econômico*. Santos, 11 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/brasil/4089104/duvida-legal-forcou-fatiamento-de-portos>>. Acesso em 11 de jun. 2015.

PIRES, J.C.L.; PICCINI, M.S. A Regulação dos Setores de Infra-Estrutura no Brasil. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M.M. (Orgs). *A Economia Brasileira nos Anos 90*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1999. p. 219-260.

PRATES, D.M.; FARHI, M. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. *Texto para Discussão*. Campinas: IE/UNICAMP, n. 164, jun. 2009.

PROJETOS de Infraestrutura demandam crédito privado. *Valor Econômico*. São Paulo, 9 jul. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/opiniao/3607972/projetos-de-infraestrutura-demandam-credito-privado>>. Acesso em 9 de jul. 2015.

PUGA, F. A nova realidade do investimento e o BNDES. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 10 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/opiniao/4087024/nova-realidade-do-investimento-e-o-bndes>>. Acesso em 11 de jun. 2015.

ROCKMANN, R. Muita incertezas com os projetos: Pacote de concessões gera dúvidas em relação ao uso maior do mercado de capitais e a participação de pequenas e médias empreiteiras. *Valor Econômico*, São Paulo, p.8-14, jun. 2015

SANTOS, C. H.M.; MODENESI, A. M. Revisitando a dinâmica trimestral do Investimento no Brasil: 1996-2012. *Texto Para Discussão*, UFRJ, Rio de Janeiro, v. 005, 2015.

SANTOS, C. H. M.; ORAIR, R. O.; GOBETTI, S. W. FERREIRA, A. S.; ROCHA, W. S.; SILVA, H. L.; BRITO, J. M. M. Uma metodologia de estimação da formação bruta de capital fixo das administrações públicas em níveis mensais para o período 2002-2010. *Texto Para Discussão*, IPEA, Brasília, v. 1660, 2011

SCHWAB, K. The Global Competitiveness Report 2012–2013: Full Data Edition. *World Economic Forum*. Genebra, 2012.

SIMÃO, E.; CAMARATTO, M.; PERES, L. Levy afirma que efeito do pacote no PIB pode vir ainda neste ano. *Valor Econômico*. Brasília, 9 jun. 2015. Disponível em <<http://www.valor.com.br/brasil/4086312/levy-afirma-que-efeito-do-pacote-no-pib-pode-uir-ainda-neste-ano>>. Acesso em 9 de jun. 2015.

SONAGLIO, C.A.; BRAGA, M.J.; CAMPOS, A.C. Investimento Público e Privado no Brasil: Evidências dos Efeitos Crowding-In e Crowding-Out no Período 1995-2006. *Revista Economia*, Brasília, v.11, n.2, p. 383-401, mai/ago2010.

TOLMASQUIM, Mauricio. As origens da crise energética brasileira. *Ambient. soc.* [online]. 2000, n.6-7, pp. 179-183.

VALENTE, J.A. O balanço do Tapa-Buracos. *Jornal de Brasília*. Brasília, 6 jan. 2007. Disponível em <<http://www.zedirceu.com.br/jose-augusto-valente-4/>>. Acesso em 14 de jul. 2015.

VARIAN, H. R., *Intermediate Microeconomics: A Modern Approach*. New York: W. W. Norton & Company, 2010, p. 451-458

WORLD ECONOMIC FORUM. *Infrastructure Investment Policy Blueprint*. Genebra, 2014.