

1 jun 2009

Nº 65

# Apesar da crise, taxa de investimento brasileira continuará em expansão

Por Fernando Pimentel Puga e  
Gilberto Rodrigues Borça Junior  
Economistas da APE

**Expansão em setores como infraestrutura e petróleo e gás deve compensar quedas em outras áreas, mantendo taxa crescente**

De 2006 a meados do segundo semestre de 2008, a Formação Bruta de Capital Fixo brasileira (FBKF) cresceu, sistematicamente, acima do PIB, configurando o mais longo e vigoroso ciclo de investimentos dos últimos trinta anos. Durante 12 trimestres consecutivos, os investimentos cresceram, em média, 2,5 vezes a mais que o PIB.

A expansão do investimento teve início nos setores produtores de *commodities*, beneficiados pela com-

inação das vantagens competitivas brasileiras com a expansão da demanda mundial. Posteriormente, com o crescimento do mercado consumidor doméstico e a implementação de novas políticas públicas (PAC e mudanças nos marcos regulatórios do setor elétrico e de construção residencial), o ciclo de investimentos generalizou-se. Ganharam importância não apenas a infraestrutura, mas também a construção residencial e a indústria de bens de consumo duráveis.

Em meados de 2008, o investimento crescia a uma taxa acelera-

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

da – quase três vezes superior à do PIB. As inversões em infraestrutura aumentavam a competitividade sistêmica da economia, contribuindo para viabilizar novos investimentos em outros setores. Esse processo gerava, simultaneamente, efeitos multiplicadores na economia, potencializando o crescimento da renda e do emprego.

A atual crise financeira internacional, agravada após setembro de 2008, representa uma séria ameaça à continuidade desse ciclo de investimentos, especialmente em função da forte queda nos preços internacionais das *commodities* e da deterioração das condições internas de crédito. De fato, no quarto trimestre de 2008, o investimento caiu 9,8% na comparação com o trimestre imediatamente anterior, feito o ajuste sazonal. Trata-se, nessa base de comparação, do pior desempenho desde 1996, início da série do IBGE.

Este estudo revisa e complementa o Visão do Desenvolvimento nº 60, que apresentou o levantamento sobre as perspectivas de investimento para a economia brasileira no período 2009/2012. O objetivo é projetar, do ponto de vista setorial, a taxa de investimento no Brasil. Para tanto, além de incorporar as mais recentes

informações divulgadas pelas empresas sobre suas intenções de investimentos - anunciadas em seus planos estratégicos - realiza-se simulações para as inversões não mapeadas.

### **Investimento em perspectiva**

Os primeiros anos da década de 2000 foram de redução na taxa de investimento<sup>1</sup>. Trata-se de uma queda concentrada no segmento de infraestrutura, associada principalmente ao fim do ciclo de inversões em telecomunicações. Em 2001, a taxa de investimento desse setor ficou em 1,7% do PIB, por conta de pesados investimentos na universalização do sistema de telefonia fixa e na implantação das operadoras de telefonia móvel. Nos sete anos seguintes, essa taxa reduziu-se a menos da metade. A indústria de transformação também perdeu importância no investimento, com destaque para queda nas inversões em veículos automotores.

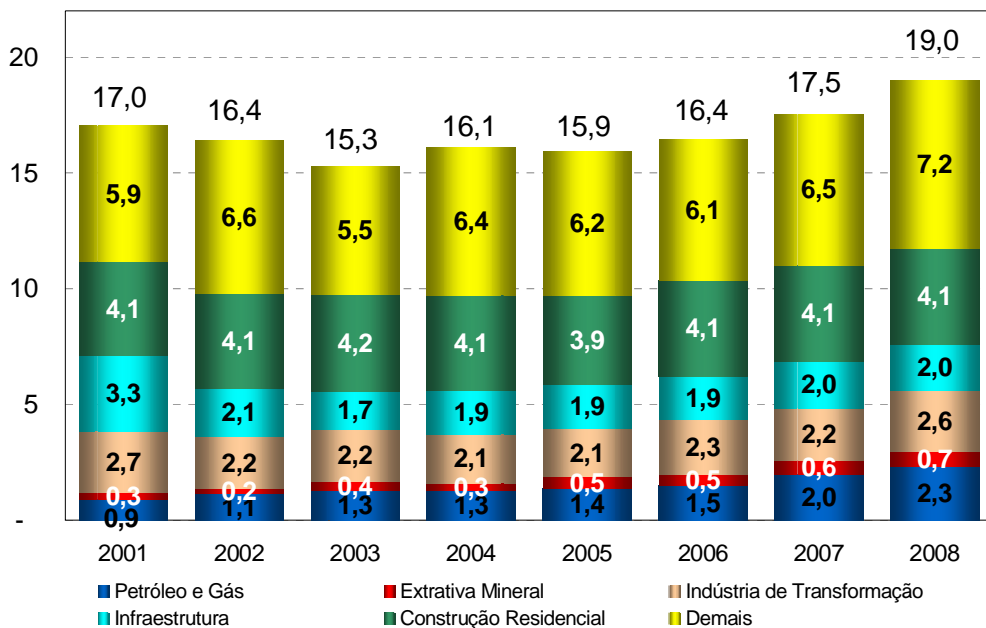
A recuperação da taxa de investimento começou em 2004. Entretanto, conforme mostra o Gráfico 1, a partir de 2006 essa trajetória torna-se mais consistente. Em 2008, a taxa de investimento atingiu 19,0% do PIB, o que representa um aumento de 3,1 pontos percentuais frente a 2005.

Essa aceleração nos investimentos foi inicialmente liderada por setores produtores de *commodities*, estimulada pela forte demanda mundial, especialmente de China e Índia, países que apresentavam elevado ritmo de crescimento econômico. Em 2006, os destaques setoriais ficaram por con-

---

<sup>1</sup> Entende-se por taxa de investimento a relação entre a FBKF da economia - formada pelos gastos em máquinas e equipamentos e construção - e o PIB. A elevação da taxa de investimento é fundamental para a sustentação de uma trajetória de crescimento de longo prazo mais elevada, uma vez que a ampliação da capacidade de oferta deve sempre estar a frente da demanda, evitando o aparecimento de desequilíbrios globais e minimizando a possibilidade de pressões inflacionárias.

## Gráfico 1: Taxa de Investimento Brasileira, por Setor (% do PIB)



Fonte: IBGE e BNDES.

ta de siderurgia, celulose e sucroalcooleiro.

No ano seguinte, houve forte elevação dos investimentos em petróleo & gás, que já se encontravam em expansão desde o início dos anos 2000. Neste caso, além dos altos preços internacionais do petróleo, várias descobertas de campos na plataforma continental brasileira em águas profundas foram realizadas. No que tange à infraestrutura, os destaques ficaram por conta das inversões em saneamento e ferrovias.

Em 2008, a expansão do investimento atingiu seu auge, generalizando-se. Na indústria de transformação houve uma nova onda de inversões nos setores ligados as atividades exportado-

ras, isto é, produtoras de *commodities*. Adicionalmente, o crescimento do mercado doméstico associado a expansão do crédito e da massa salarial, impulsionou os setores de bens de consumo duráveis – veículos automotores e eletroeletrônica. Na construção residencial, além desses fatores, importantes mudanças institucionais e regulatórias impulsionaram o setor, como por exemplo, mudanças nas regras de poupança, mecanismos de alienação fiduciária e patrimônio de afetação. Na infraestrutura, o grande destaque foi o setor de energia elétrica devido a consolidação do marco regulatório e da conseqüente expansão dos leilões de energia.

## **A crise financeira internacional e a mudança no investimento brasileiro**

A atual crise financeira internacional teve início em agosto de 2007, mas agravou-se sensivelmente a partir de meados de setembro de 2008. O evento catalisador desse processo foi a falência do banco norte-americano Lehman Brothers. Esse episódio provocou a deterioração abrupta, em escala global, das expectativas dos agentes econômicos, gerando impactos recessivos sobre a economia mundial. As perspectivas para 2009 são de retração nas economias desenvolvidas, desaceleração das economias emergentes, diminuição nos fluxos de investimentos diretos e queda no valor do comércio mundial.

No Brasil, em particular, os efeitos da falência do Lehman Brothers foram sentidos sobre as decisões de investimento. O cenário de incerteza levou, em boa medida, ao adiamento de projetos. É possível apontar dois canais através dos quais a crise afetou os investimentos. O primeiro recaiu sobre os setores exportadores em função da retração acentuada da demanda mundial. A combinação entre retração do comércio internacional e queda dos preços das *commodities* afetou sensivelmente os segmentos ligados à dinâmica do mercado internacional – extração de minério de ferro, siderurgia e celulose.

O segundo canal afetou os setores produtores de bens de consumo durável e a construção residencial, ambos ligados às condições restritivas do mercado de crédito doméstico em um contexto de crise global. A crise internacional restringiu a tomada de recursos para compra de automóveis – menores prazos e maiores taxas de juros –, gerando uma redução da demanda no setor. A contração de crédito afetou também o segmento de construção residencial.

Existe outro grupo de setores, no entanto, cuja perspectiva de investimento praticamente não foi afetada pelo cenário internacional adverso - formado por infraestrutura e pe-

### **Início da década foi de redução na taxa de investimento, mas recuperação começou em 2004**

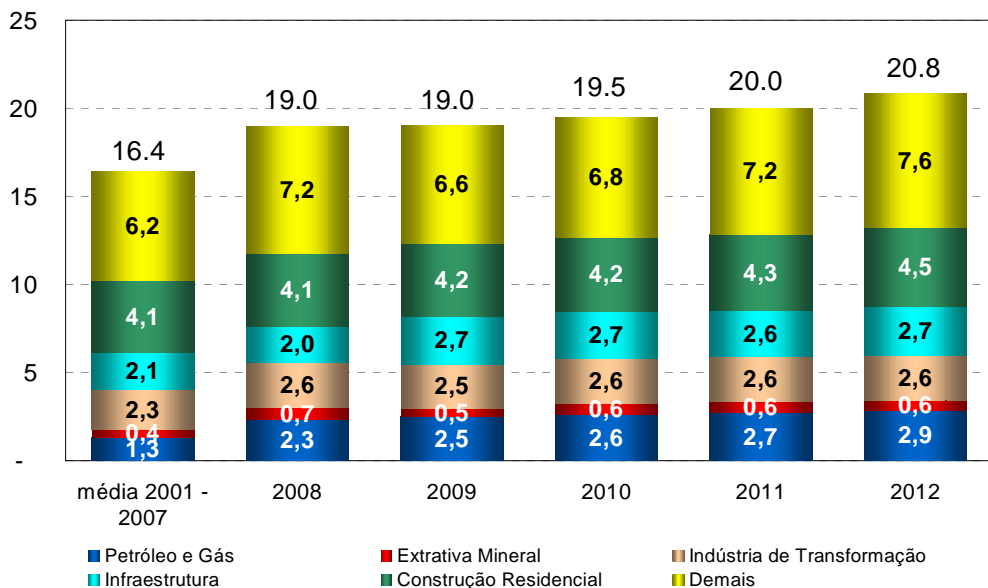
tróleo & gás. Os investimentos nesse grupo estão ligados,

em parte, à concorrência de mercado e ao desenvolvimento tecnológico brasileiro, como é o caso, respectivamente, das inversões em telecomunicações e na exploração de petróleo na camada do pré-sal. Em setores como energia elétrica, transportes rodoviários, logística e saneamento, as inversões estão ancoradas em contratos celebrados com o Governo – leilões de energia elétrica e concessões de rodovias – e nos projetos no âmbito do PAC.

### **Perspectiva para a taxa de investimento**

Para se estimar as perspectivas de investimento no período 2009-2012,

**Gráfico 2: Projeção para Taxa de Investimento Brasileira, por Setor (% do PIB)**



Fonte: IBGE e BNDES.

o mapeamento dos projetos da economia realizado pelo BNDES foi atualizado, destacando-se a revisão para cima nas inversões em petróleo & gás e para baixo na indústria de transformação. A perspectiva para os setores não mapeados foi realizada através de estimação econométrica.

O Gráfico 2 mostra a nova projeção para a taxa de investimento (relação entre a Formação Bruta de Capital Fixo e o PIB), baseada em dados de projetos conhecidos pelo BNDES e informações das empresas. Apresenta também estimativas de sua composição setorial até 2012. A perspectiva é de que essa taxa se mantenha em 19,0% em 2009, ou seja, que acompanhe o desempenho do PIB,

mas com retomada do crescimento nos anos seguintes, chegando a 20,8% do PIB em 2012.

Infraestrutura e petróleo & gás serão os grandes responsáveis pela sustentação dos investimentos nesse período. Esses dois setores, embora tenham representado 23% da FBKF em 2008, responderão por dois terços do aumento na taxa de investimento, entre 2008 e 2012. Dos 1,8 ponto percentual de variação na taxa no período, 0,7 p.p. (40%) vem da infraestrutura e 0,5 p.p. (29%) do setor de petróleo & gás. A taxa de investimento em petróleo & gás deverá chegar a 2,9% do PIB, em 2009, o que representa, aproximadamente, 14% da FBKF da economia. Trata-se

de percentual quase três vezes maior que os 5% registrado em 2001.

Em 2009, a disparidade no desempenho entre os setores deverá ser bastante expressiva. Embora o cenário global para o investimento seja pouco favorável devido aos efeitos da crise internacional, existem setores que possuem capacidade de sustentação de seus níveis de inversão: petróleo & gás e, sobretudo, infraestrutura.

No primeiro caso, a perspectiva está baseada, principalmente, no mais novo plano de negócios da Petrobras, divulgado no último mês de janeiro. Na infraestrutura, os investimentos devem continuar a aumentar em energia

elétrica, telecomunicações, logística (transporte rodoviários, ferrovias e portos) e saneamento. Dentre estes, destaca-se energia elétrica, que apresenta programas de investimento com orçamento definido para os próximos quatro anos. Além disso, os contratos de fornecimento de energia celebrados com o governo e os elevados custos afundados dos projetos já em andamento conferem certo caráter de irreversibilidade aos investimentos. No segmento de geração, sobressaem os projetos no Rio Madeira, Belo Monte, Estreito e Foz do Chapecó. A perspectiva é de que parte significativa dos investimentos ocorra no segundo semestre do ano.

Em transportes rodoviários, as inversões devem ter forte expansão por

conta dos investimentos públicos em rodovias (PAC) e dos investimentos no âmbito do Programa de Concessão de Rodovias Federais e do estado de São Paulo. Em telecomunicações, vislumbra-se inversões significativas na 3ª geração de telefonia móvel (3G), em infraestrutura óptica na telefonia fixa e na utilização do Wimax, sistema que oferece banda larga à distância. Nos setores de logística e saneamento, destacam-se os projetos no âmbito do PAC – Programa de Aceleração do Crescimento.

Além de petróleo & gás e infraestrutura, a perspectiva é de que haja crescimento, embora moderado, na construção residencial em 2009.

Em que pese o setor estar entre aqueles mais afetados pela crise internacional, o expressivo número de lançamentos de imóveis pelas construtoras nos últimos anos deverá garantir essa expansão dos investimentos. De fato, o prazo entre a data de lançamento de um imóvel e o início da construção oscila entre 6 e 9 meses, seguido por um prazo entre 18 e 48 meses de obras até a data de entrega. As medidas do governo de estímulo à construção de casas populares devem impactar os investimentos do setor ainda em 2009, embora seus efeitos sejam maiores em 2010 e 2011. Espera-se, contudo, uma forte retração dos investimentos realizados pelas famílias na construção e reformas de casas.

O cenário é de queda nos investimentos na indústria, particularmente na extrativa mineral e em insumos básicos. A contração da demanda mundial deve levar a uma retração maior nos investimentos em setores da indústria mais voltados à exportação, como mineração, siderurgia e celulose. Porém, estes eram os setores que, até então, lideravam o crescimento dos investimentos da economia e apresentam projetos vultosos de novas plantas industriais. O cenário é mais de adiamento do que de cancelamento de projetos. Como principal exceção dentro da indústria de transformação, a perspectiva é de significativa ampliação dos investimentos da indústria naval por conta da demanda de embarcações pelo setor de petróleo & gás.

Os investimentos no grupo dos demais setores (basicamente, setores de comércio e serviços não relacionados à infraestrutura) deverão estar entre os mais afetados pela crise internacional. A queda nas inversões ficará próxima de 7%, em 2009. Trata-se de setores que concentram investimentos de curto prazo, cujas inversões são mais rapidamente postergadas em momentos de crise. A perspectiva é de forte heterogeneidade no desempenho entre os setores. Os mais afetados deverão ser aqueles mais dependentes de crédito, como o de comércio de eletro-eletrônicos, em contraste com uma expectativa de crescimento nos investimentos em seto-

res de perfumaria, cosméticos e artigos de higiene e pessoal.

O cenário para 2010-2012 é de retomada no investimento da economia, com comportamento bem mais homogêneo entre os setores. De um lado, vislumbra-se uma retomada gradual dos projetos mapeados pelo Banco, mas que foram adiados por conta da crise. De outro, destaca-se a manutenção do crescimento das inversões em petróleo & gás e infraestrutura.

### Conclusão

Nos últimos anos três anos – 2006, 2007 e 2008 –, a economia brasileira vivenciou um robusto ciclo de investimen-

## No Brasil, a crise provocou adiamento de projetos nos setores exportadores de *commodities*

tos. Inicialmente, as inversões concentra-

ram-se nos setores exportadores, amplamente ligados à dinâmica dos mercados internacionais – demanda mundial aquecida e alta dos preços das *commodities*. Posteriormente, com o crescimento do mercado interno e a adoção de novas políticas públicas, ganharam importância os setores de bens de consumo duráveis, infraestrutura e a construção residencial.

O agravamento da crise financeira internacional, no entanto, ocorreu no momento em que o ciclo de investimento atingia seu auge. Os impactos nas decisões de investimento das empresas recaíram tanto nos setores exportadores que lideravam esse ciclo – mineração, siderurgia, celu-

lose – quanto nos setores ligados ao consumo doméstico e que são mais dependentes das condições internas de crédito – automotivo. Porém, o fato de os projetos desses setores terem sido em sua maioria adiados, mas não cancelados, mostra uma perspectiva de retomada no crescimento nos investimentos a partir da melhoria das condições externas.

O cenário externo adverso afetou também investimentos nos setores de comércio e serviços, os quais concentram projetos de curto prazo e que são rapidamente postergados em momentos de crise.

A crise internacional, no entanto, praticamente não alterou as perspectivas nos setores de infraestrutura e petróleo & gás. Seus investimentos estão associados a fatores estruturais e regulatórios. No primeiro caso, temos: i) as inversões em telecomunicações – ligadas à concorrência de mercado na implantação de novas tecnologias de telefonia; e ii) projetos em energia elétrica, transportes rodoviários, saneamento, portos e ferrovias – investimentos respaldados em contratos com o Governo e de interesse prioritário do setor público (incluídos no PAC). No segundo caso estão incluídos os investimentos em exploração de petróleo & gás da camada pré-sal.

Hoje, pode-se afirmar que o Brasil está mais preparado para enfrentar crises do que no passado. A taxa de investimento brasileira

apresenta uma maior resiliência a choques devido:

i) à existência de um bloco conciso de investimentos nos setores de infraestrutura e petróleo & gás que possuem a capacidade de sustentar, no longo prazo, a trajetória ascendente da taxa de investimento. No curto prazo, esses investimentos, por seu porte e volume de recursos, estarão compensando a retração das inversões nos setores mais afetados pelo cenário externo.

ii) à capacidade de resposta do governo aos choques adversos enfrentados, tanto mediante a execução de planos institucionais de investimentos governamentais (PAC) e a regulação e concessões de serviços públicos ao setor privado; quanto através da atuação anticíclica dos bancos públicos (BB, BNDES e CEF) na concessão de financiamento às empresas para a manutenção dos projetos de investimento.

A perspectiva é de que a taxa de investimento atinja 21% até 2012, com aumento de 1,8 ponto percentual frente a 2008. Esse cenário tem como importante premissa o diagnóstico de lenta e gradual, mas consistente, recuperação da economia mundial no período 2010-2012. O levantamento dos projetos de investimentos da economia brasileira indica que a crise internacional deve adiar em dois anos o alcance desse percentual, anteriormente previsto para 2010.