

5 fev 2009

Nº 60

Perspectivas de investimentos 2009/12 em um contexto de crise

Por Ernani Teixeira Filho,
Fernando Pimentel Puga,
Gilberto Rodrigues Borça Junior
e Marcelo Machado Nascimento
Economistas da APE

Mesmo diante de quadro grave, expansão dos investimentos deve ser preservada

Entre o início de 2006 e o 3º trimestre de 2008, a economia brasileira apresentou elevadas taxas de crescimento, associadas a um processo contínuo de expansão do investimento. Ao longo desse período, a formação bruta de capital fixo (FBKF) cresceu, sistematicamente, acima do PIB, configurando o maior ciclo de investimentos no país dos últimos trinta anos.

A ampliação dos investimentos deu-se em duas ondas. A primeira teve início nas indústrias extrativas e produtoras de insumos básicos, estimulada pela combinação de forte incremento da demanda mundial por *commodities* e das vantagens competitivas brasileiras nesses setores. Em contraste com outros momentos do passado recente, nos quais as inversões se concentravam na modernização das fábricas existentes (*brownfield*), os projetos atuais direcionaram-se, em maior proporção, à implantação de novas plantas industriais (*greenfield*). Nos setores de siderurgia e papel e

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.

1 Trabalho realizado a partir de mapeamento do investimento e análises setoriais realizados conjuntamente pela Área de Pesquisa Econômica (APE) e pelos departamentos operacionais do BNDES.

celulose, houve, adicionalmente, um deslocamento de bases produtivas de países desenvolvidos para o Brasil.

A segunda onda foi constituída pelos investimentos na infraestrutura, na construção residencial e na indústria de bens de consumo duráveis. Nesses casos, os dois principais fatores determinantes foram: i) políticas públicas - Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), mudanças no marco regulatório do setor elétrico e melhoria do ambiente institucional no segmento de construção residencial (patrimônio de afetação e alienação fiduciária); e ii) crescimento do mercado consumidor doméstico - expansão da massa salarial e do crédito.

A generalização do ciclo de investimento deu maior solidez ao processo. As inversões em infraestrutura, além de aumentarem a competitividade sistêmica da economia, tiveram a capacidade de alavancar investimentos do setor privado em outros segmentos - efeito arraste. A expansão dos setores de bens de consumo durável e de construção residencial, por sua vez, gerou efeitos multiplicadores na economia ao elevar o

nível de renda e o volume de emprego. Como resultado, o investimento da economia deixou de ser motivado pelo cenário internacional favorável. O dinamismo do mercado interno também se tornou relevante. Os efeitos têm sido significativos. De fato, boa parte do crescimento do PIB em 2008 é explicada pelo desempenho do investimento.

Entretanto, a atual crise financeira internacional, iniciada em agosto de 2007 e agravada incisivamente após setembro de 2008¹, pode, por sua intensidade, comprometer a continuidade do ciclo de investimentos em

Boa parte do crescimento em 2008 é explicada pela expansão da formação bruta de capital

curso. A queda nos preços das *commodities* impactou seto-

res que vinham liderando o crescimento dos investimentos na indústria - extração de petróleo e minério de ferro, siderurgia e papel e celulose. A restrição ao crédito, por outro lado, teve efeito significativo sobre o setor de veículos automotores e, em menor escala, sobre a construção residencial.

Nesse cenário, este número do Visão do Desenvolvimento tem um duplo objetivo. O primeiro é dar seqüência aos levantamentos anuais realizados pelo BNDES, desde 2006, sobre as perspectivas de investimento para a economia brasileira, agora para o período 2009/2012.² As pesquisas realizadas em 2006 e 2007 indicavam uma mudança no patamar e na composi-

1 Ver Borça Jr. (2008) - "Agravamento da Crise leva economia mundial à recessão" BNDES, Visão do Desenvolvimento nº 59.

2 Trabalho realizado a partir de mapeamento do investimento e análises setoriais realizados conjuntamente pela Área de Pesquisa Econômica (APE) e pelos departamentos operacionais do BNDES.

ção das inversões na indústria, infraestrutura e construção residencial. Dados posteriores do IBGE vieram a confirmar esse cenário.

O segundo é identificar os impactos iniciais da crise sobre o horizonte de investimentos brasileiros para o período 2009/2012. O levantamento dos dados foi, a exemplo dos anos anteriores, concluído em agosto último, poucas semanas antes da violenta deterioração do cenário internacional em setembro do mesmo ano. Essa mudança no cenário econômico, ademais de retardar a publicação dos dados, levou a realização de novo levantamento – concluído no mês de dezembro.

Composição dos investimentos mapeados

O mapeamento dos investimentos englobou 16 setores, sendo nove da indústria e seis da infraestrutura, além do setor de construção residencial. A escolha dos setores deveu-se não somente à sua relevância para a formação da taxa de investimento da economia, mas também à existência de um conhe-

cimento atualizado no Banco sobre os mesmos.

Na indústria, foram considerados os setores: i) petróleo & gás e extrativa mineral - intensivos em recursos naturais; ii) siderurgia; papel e celulose; química/ petroquímica - área de insumos básicos e iii) automotivo; eletroeletrônico (incluindo software); e complexo industrial da saúde (incluindo fármacos, equipamentos médico-hospitalares, hemoderivados e vacinas e reagentes para diagnósticos) – ligados a evolução do mercado doméstico; e, por fim, o setor sucroalcooleiro.

Na área de infraestrutura, foram analisados os investimentos em: i) energia elétrica; ii) telecomunicações; iii) transportes rodoviário, ferroviários e portos - ligados à área de logística; e iv) saneamento. A construção residencial completa o levantamento realizado. Os investimentos neste setor, diferentemente dos demais, foram obtidos através de estimação econométrica.

De acordo com as estimativas da APE/BNDES, os setores pesquisados responderam, em

Tabela 1: Taxa de Crescimento dos Investimentos (% a.a.) em ago/08

	Investimentos (R\$ Bilhões)		
	2004-2007	2009-2012	Tx de Cresc. (% a.a.)
INDÚSTRIA	281,5	551,7	14,4
INFRA-ESTRUTURA	185,3	338,5	12,8
CONSTRUÇÃO RESIDENCIAL	357,0	570,4	9,8
TOTAL	823,9	1460,6	12,1

Fonte: BNDES

2007, por 54% do total da formação bruta de capital fixo (FBKF). O mapeamento abrange dois terços (66%) dos investimentos na indústria. Por conta de dificuldades de obtenção de informações, o levantamento não cobre setores industriais com grande número de micro e pequenas empresas, particularmente aqueles intensivos em trabalho. Ademais, abarca a quase totalidade dos projetos na infraestrutura – cerca de 95%. Ficaram de fora as inversões em transporte coletivo urbano e aeroportos.

Cenário anterior a setembro de 2008

Em agosto de 2008, as perspectivas eram de que os setores mapeados investissem aproximadamente R\$ 1,5 trilhão, entre 2009 e 2012. Esse valor, conforme mostra a Tabela 1, representava um crescimento médio de 12,1% a.a. frente ao período 2004/2007. Na comparação com as pesquisas realizadas pelo BNDES em anos an-

teriores, verificava-se um quadro de ligeira aceleração dos investimentos da economia. A pesquisa de 2006 apontava para uma expansão de 10,1% a.a. no período 2007/10 frente à 2002/05³. Enquanto no mapeamento de 2007, o percentual aumentou para 11,8% no período 2008/11 frente à 2003/06⁴.

A indústria chamava atenção, com perspectiva de expansão de 14,4% a.a. nos investimentos. Na pesquisa de 2006, a taxa tinha sido de 12,9% a.a.⁵, enquanto na de 2007 foi de 12,4% a.a.⁶. Essa aceleração indicava uma terceira onda de investimentos, caracterizada por um volume ainda maior de projetos em petróleo & gás, na siderurgia e no setor automotivo. Na siderurgia, a expectativa era de que a produção de aço fosse dobrar entre 2008 e 2014. No segmento automotivo, o forte aumento na demanda de automóveis e na utilização da capacidade instalada estimulava um cenário de implantação de novas fábricas.

Cenário posterior a setembro de 2008

O impacto da crise financeira internacional magnificou as incertezas quanto ao futuro da economia mundial, o que tenderia a acarretar um adiamento de projetos e provocar revisão dos planos de investimento das empresas. Para obter uma aproximação da magnitude desse efeito, o novo levantamento, realizado em dezembro de 2008,

3 Ver Torres & Puga (2007) - "Horizonte de Investimentos 2007/2010: Uma Síntese". BNDES, Perspectivas do Investimento 2007/2010 (org. Torres & Puga).

4 Ver Torres, Puga & Nascimento (2007) - "Investimentos devem crescer mais de 10% ao ano em 2008/2011". BNDES, Visão do Desenvolvimento nº 43.

5 Ver Puga & Torres (2006) - "Por que os investimentos na indústria vão crescer". BNDES, Visão do Desenvolvimento nº 19.

6 Ver Puga & Borça Jr. (2007) - "Alto do investimento na indústria em 2008/2011 deve superar 12% ao ano". BNDES, Visão do Desenvolvimento nº 40.

tratou de separar, dentre as inversões mapeadas, os projetos considerados firmes daqueles afetados negativamente pelas incertezas.

A Tabela 2 compara os mapeamentos realizados antes do agravamento da crise financeira (agosto/2008) e depois (dezembro/2008). Os resultados mostram uma diferença pouco significativa entre a posição de agosto e a de dezembro de 2008, evidenciando, até então, o baixo montante de investimentos efetivamente cancelados por conta da crise. Observa-se também, no cenário de dezembro – o qual compreende somente os projetos conside-

rados firmes -, que as perspectivas de investimento caem para R\$ 1,3 trilhão, entre 2009 e 2012. Trata-se, portanto, de uma redução moderada de 11% em relação ao valor anterior de R\$ 1,5 trilhão. Esta constatação pode parecer surpreendente ante a gravidade da crise mundial e requer explicações mais detalhadas.

Em termos setoriais, percebe-se a existência de três grupos distintos de reação à crise. O primeiro é formado pelos setores cujos investimentos tendem a continuar firmes, apesar do agravamento da crise internacional. Neste caso, destacam-se: petróleo & gás,

eletroeletrônica, indústria da saúde, energia elétrica, telecomunicações, saneamento e rodovias.⁷ Esse grupo representa 43% do mapeamento de agosto de 2008 e foi responsável por 23% da formação bruta de capital fixo em 2007.

Especificamente no que tange à cadeia de petróleo & gás, o plano estratégico da Petrobras, recentemente divulgado, foi revisto para cima, posto que os valores de agosto de 2008 não consideravam os investimentos na camada pré-sal.

Em geração de energia elétrica, os programas de investimento das empresas possuem elevada esta-

bilidade, visto que estão atrelados a contratos celebrados de fornecimen-

to de energia realizados pelo Governo. O cumprimento dos compromissos de oferta de energia contratada e o custo de obtenção de licenças – de instalação, de operação e ambiental – geram um custo significativo para a interrupção de investimentos já iniciados.

Em telecomunicações, os investimentos também são muito firmes, tanto por conta da forte concorrência das empresas pela introdução de novos produtos/serviços, como pela necessidade de atualização tecnológica – o que demandará inversões significativas na 3ª geração (3G) da telefonia móvel, em TV digital e na utilização do Wimax (sistema sem fio que oferece banda larga à distância). Finalmente, o compromisso do Gover-

7 A revisão para baixo de 10% nos investimentos em eletroeletrônica foi considerada pequena frente à gravidade da crise internacional.

Tabela 2: Investimentos Mapeados no Brasil (2009/2012)

Setores	Investimentos 2009-12 (R\$ Bilhões)	
	Posição em Ago/08	Posição em Dez/08
	Firmes	
1- Indústria e Infraestrutura	890,2	769,3
Investimentos Mantidos	624,5	620,4
Petróleo e Gás	269,7	269,7
Energia Elétrica	141,1	141,1
Telecomunicações	77,8	77,8
Saneamento	49,4	49,4
Rodovias	27,8	26,7
Eletroeletrônica **	27,0	24,0
Petroquímica	23,7	23,7
Indústria da Saúde ***	8,0	8,0
Investimentos Reduzidos pela Crise Internacional	194,7	104,9
Extrativa Mineral	72,3	48,0
Siderurgia	60,5	24,5
Automotivo	35,3	23,5
Papel e Celulose	26,7	9,0
Investimentos Reduzidos por Outros Fatores	71,0	43,9
Sucroalcooleiro	28,5	19,7
Ferrovias	28,9	17,0
Portos	13,6	7,2
2- Construção	570,4	535,7
Investimentos Reduzidos pela Crise Internacional	570,4	535,7
Construção Residencial	570,4	535,7
TOTAL	1.460,6	1.305,0

** Inclui software

*** Inclui fármacos, equip. médico-hospitalares, hemoderivados e vacinas, e reagente para diagnósticos

Fonte: BNDES

no com o PAC - Programa de Aceleração do Crescimento – deverá manter elevados os investimentos em saneamento e em rodovias.

O elevado peso desses setores no conjunto da formação bruta de capital fixo contribui de modo importante para explicar a relativa robustez dos investimentos mapeados.

O segundo grupo é constituído tanto pelos setores da indústria e da infraestrutura cujos investimentos tendem a ser mais afetados pela

crise - extrativa mineral, siderurgia, papel e celulose, automotivo – quanto pela construção residencial. Esse grupo representa 52% do mapeamento de agosto de 2008 e foi responsável por 28% da formação bruta de capital fixo em 2007.

No que toca à indústria extrativa mineral, a queda na construção civil da China, nos meses seguintes ao agravamento da crise internacional, aponta para um cenário de menores preços e demanda por minerais metálicos. Observa-se, no

entanto, que vários projetos estão associados à concessão pública. Nesses casos, a obtenção de licenças representa um elevado custo afundado (*sunk cost*), estimulando a não paralisação dos investimentos.

Em que pese a reavaliação, o montante de R\$ 48 bilhões de investimentos previstos para 2009/2012 na extrativa mineral é semelhante aos R\$ 47 bilhões investidos pelo setor entre 2004 e 2007. Algumas empresas necessitam realizar investimentos por conta de esgotamento de minas. No caso da Vale, por exemplo, a estimativa de investimentos é compatível com seu plano de crescimento orgânico, anunciado pela empresa em seu orçamento de investimentos para 2009.

Os setores de siderurgia e papel e celulose, que vinham apresentando crescimento de investimentos bem acima da média da indústria, estão tendo que reavaliar seus projetos por conta da forte reversão na trajetória dos preços de aço e de celulose no mercado internacional. Em papel e celulose, apenas um terço (33%) dos investimentos mapeados em agosto de 2008 podem ser considerado como firmes. Essa reavaliação, no entanto, deve-se mais à não confirmação e a adiamentos de projetos, do que propriamente aos cancelamentos.

A revisão nos investimentos também foi significativa em veículos automotores. No entanto, o cená-

rio mais pessimista sobre as perspectivas de investimento para 2009/2012, de R\$ 23,5 bilhões, ainda é bem superior aos R\$ 15 bilhões investidos pelo setor entre 2004 e 2007. De fato, nos nove primeiros meses de 2008, o setor estava operando acima de seus níveis normais de utilização da capacidade instalada, com até três turnos de trabalho durante 7 dias por semana. Por este motivo, as empresas estavam pensando em ampliar significativamente seus investimentos. Em setembro de 2008, esse ciclo de inversões estava em curso. Entretanto, a perspectiva de construção de novas fábricas deixou de

Setor automotivo deve investir R\$ 23,5 bi entre 2009 e 2012 no cenário mais pessimista

existir no médio prazo.

No que tange à construção residencial,

embora exista um montante significativo de projetos já contratados e em fase inicial de obras, minimizando, em parte, os impactos da crise, a estimativa é de que haja uma desaceleração dos investimentos no setor, a ser mais sentida no 2º semestre de 2009. A forte retração das vendas de aços laminados ao longo do último trimestre de 2008 sinaliza um panorama menos favorável para o ano de 2009.

Finalmente, o terceiro grupo é composto pelos setores com elevados volumes de investimentos considerados não firmes, motivados por outros fatores que não a crise internacional. Dentre estes, temos:

sucroalcooleiro, ferrovias e portos. Esse grupo representa 8% do mapeamento de agosto de 2008 e foi responsável por 2% da formação bruta de capital fixo em 2007.

No caso do sucroalcooleiro, as empresas vinham apresentando programas muito ambiciosos de crescimento. Antes de setembro de 2008, o volume de investimentos do setor já não era considerado sustentável. Nos setores de ferrovias e portos, por sua vez, existe um conjunto expressivo de projetos com pendências para início das obras.

Perspectiva de crescimento nos investimentos

O mapeamento realizado em agosto de 2008 apontava para uma perspectiva de taxa anual média de crescimento real dos investimentos de 12%, entre os períodos de 2004/2007 e de 2009/2012. O agravamento da crise financeira internacional no mês seguinte levou a uma revisão para baixo desse percentual. Quando se considera somente os projetos firmes, essa taxa cai para 9,6% a.a.. (Tabela 3).

A análise dos setores afetados pela crise internacional mostra que a indústria sofrerá a maior reavaliação nas perspectivas de investimento. Ainda assim, por conta principalmente da solidez das inversões em petróleo & gás, a indústria continua a apresentar uma significativa taxa de crescimento dos investimentos – de 9,6% a.a.. A rigidez dos projetos de infraestrutura implica em uma expansão anual real de 11,5%. Na construção residencial, a redução da taxa de crescimento das inversões é moderada, atingindo 8,5% a.a..

Conclusão

Em agosto de 2008, o mapeamento sobre as perspectivas de investimento no Brasil para o período 2009/2012 apontava para um aumento substancial no nível de inversões na economia brasileira. O agravamento da crise financeira internacional no mês seguinte levou à realização de um novo levantamento – concluído em dezembro de 2008 –, que incluiu somente os projetos considerados firmes.

Tabela 3: Crescimento dos Investimentos 2009/2012 - Projetos Firmes

Setores	Investimentos (R\$ Bilhões)		
	2004-2007	2009-2012	Tx de Cresc. Média ao ano (em %)
INDÚSTRIA	281,5	450,1	9,8
INFRAESTRUTURA	185,3	319,1	11,5
CONSTRUÇÃO RESIDENCIAL	357,0	535,7	8,5
TOTAL	823,9	1305,0	9,6

Fonte: BNDES

O novo levantamento mostrou que a crise financeira internacional deverá ter efeitos mais significativos sobre os investimentos na indústria, seguida pela construção residencial. As inversões na infraestrutura, por sua vez, devem ser bem menos afetadas. No âmbito geral da pesquisa observa-se que, mesmo com a crise, há uma expectativa de crescimento média de 9,6% a.a. nos investimentos, na comparação entre os períodos de 2004/2007 e de 2009/2012.

Os segmentos de energia se destacam pela quantidade de projetos que devem ser mantidos, mesmo com o agravamento da crise. Em petróleo & gás, as inversões na exploração de petróleo estão associadas a um ciclo de longo prazo de investimentos, que tende a se sustentar com a abertura da fronteira do pré-sal. Em energia elétrica, os programas de investimento estão atrelados a contratos celebrados de fornecimento de energia realizados pelo Governo. Em telecomunicações, o desenvolvimento em curso de novas tecnologias implica significativos investimentos das empresas, sob risco de perda significativa de participação de mercado.

Os setores mais afetados pela crise internacional são de dois tipos. No primeiro grupo estão os produtores de *commodities*, cujos investimentos estavam voltados para

atender a um forte aumento da demanda mundial por produtos básicos – extrativa mineral, siderurgia e papel e celulose. No segundo, estão aqueles que dependem das condições do crédito doméstico – automotivo e construção residencial.

No quarto trimestre de 2008, as empresas dos setores acima mais adiaram do que cancelaram suas decisões de investir. A existência de importantes projetos já em curso implica que as inversões devem se manter em patamares ainda elevados frente ao período 2004/07.

Em suma, a crise internacional já está tendo efeito sobre os investimentos no Brasil. O impacto até o 4º trimestre de 2008 era, do ponto de vista global, pouco significativo. Isso se deve a existência de um robusto ciclo de inversões em setores que respondem por parcela expressiva da formação bruta de capital fixo da economia. Neste grupo, concentra-se, especialmente, o setor de telecomunicações, e no “bloco energia” – descobertas de reservas de petróleo e contratos de fornecimento de energia elétrica. O segundo grupo inclui importantes projetos que já estão em curso em setores afetados pela crise internacional, mas que em parte deverão ser mantidos, tendo em vista os “custos afundados” já incorridos – extrativa mineral e siderurgia.



O BANCO DO DESENVOLVIMENTO
DE TODOS OS BRASILEIROS

Se você quer receber os próximos números desta
publicação envie e-mail para
visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br.