

# As Fontes de Financiamento e os Desafios do Investimento em Infraestrutura na América Latina

Alex Cerqueira Pinto<sup>1</sup>

É de notório saber que os baixos níveis de investimento criaram uma lacuna considerável na infraestrutura na América Latina e Caribe (ALC). Pesquisas empíricas mostram uma correlação positiva entre crescimento e investimento em infraestrutura nestes países e sugerem a necessidade da ALC investir cerca de 5% do PIB em infraestrutura por um período prolongado de tempo para superar sua lacuna atual.

Segundo Serebrisky (2015), em seu artigo *“Financing Infrastructure in Latin America and the Caribbean: How, How much and by Whom?”*, há fortes ganhos econômicos do investimento em infraestrutura em um país pois este fato estimula o crescimento: aumentando a produtividade, reduzindo os custos de produção, facilitando o acúmulo de capital humano, ajudando a diversificar a estrutura produtiva e criando empregos.

Muita atenção foi dedicada a quanto investimento em infraestrutura a ALC precisa, porém menos atenção tem sido dedicada à origem desse investimento. Este artigo apresenta os mais importantes pontos citados por Serebrisky (2015) em sua pesquisa, e examina o quanto a LAC investe em infraestrutura, quem está investindo e quais instrumentos financeiros estão sendo usados.

## O Subinvestimento em Infraestrutura

As abordagens mais comuns para medir a lacuna de infraestrutura são definidas em termos da infraestrutura de que um país ou região precisa (a) para atender a uma taxa de crescimento alvo, (b) para atingir um objetivo específico, como uma taxa de cobertura (por exemplo, 100% de acesso à água e saneamento), ou (c) para obter um estoque de infraestrutura semelhante a um país ou grupo de países. Se essas estimativas de necessidade de investimento de 5% do PIB em infraestrutura estiverem corretas, a LAC requer investimento adicional em infraestrutura de 2,0–2,5 por cento do PIB ou \$ 120– \$ 150 bilhões por ano.

O investimento na ALC é 0,8 por cento do PIB menor do que nos Estados Unidos e na União Europeia, regiões com estoques de capital muito mais desenvolvidos, que exigem mais investimento de manutenção do que nova capacidade de infraestrutura. Nenhuma das maiores economias (Argentina, Brasil, Chile e México) investiu mais do que 3% do PIB.

## Investimento Público e Privado em Infraestrutura

É do setor público ou privado a culpa pelos baixos níveis de investimento em infraestrutura na ALC? Apenas o setor público pode planejar e regular a infraestrutura, mas tanto o setor público quanto o privado podem fornecer infraestrutura. Na verdade, as empresas privadas fornecem serviços de infraestrutura em muitos países da ALC, por

---

<sup>1</sup> Possui graduação em Economia pela Unicamp, com MBA em Gestão de Negócios pela USP e especialização em Finanças Empresariais, Business Intelligence e Estatística Aplicada. Atualmente é mestrando em Economia pelo IDP e assessor da Direção Geral do Banco do Brasil.

meio de uma variedade de parcerias público-privadas, incluindo contratos de gestão e concessões.

A ALC tem liderado entre as regiões em desenvolvimento em investimentos privados em infraestrutura. De 1990 a 2013, o setor privado investiu US\$ 680 bilhões na ALC, cerca de 30% a mais do que nas economias asiáticas de alto crescimento (US\$ 503 bilhões) e mais de cinco vezes mais do que na África Subsaariana (US\$ 130 bilhões).

Embora o nível de investimento privado tenha aumentado na ALC desde o início da década de 1990, não foi suficiente para substituir o investimento público. Os níveis de investimento total como porcentagem do PIB foram menores do que na década de 1980. Assim, o investimento público em infraestrutura é maior do que o investimento privado em todos os países da ALC. O autor apresenta por duas razões principais.

Em primeiro lugar, o espaço fiscal diminuiu, como consequência da adoção de políticas macroeconômicas na década de 1990 destinadas a reduzir os gastos do setor público. Em segundo lugar, os formuladores de políticas acreditam que a abertura de serviços de infraestrutura à propriedade privada e às operações compensaria a redução do investimento público.

#### O Efeito dos Saldos Fiscais Anteriores Sobre o Investimento em Infraestrutura

Há uma crença generalizada entre especialistas e acadêmicos de que, quando os governos precisam melhorar suas contas fiscais, as reduções nas alocações públicas para investimentos em infraestrutura são proporcionalmente maiores do que os cortes nas despesas correntes ou na receita tributária.

Entre 1987 e 1992, um período de crises financeiras e fiscais na ALC, um terço da melhoria nas contas fiscais veio do menor investimento em infraestrutura: em média, os déficits públicos foram reduzidos em 6% do PIB e o investimento público em infraestrutura em 2% do PIB.

Desenhar, implementar e executar um projeto geralmente leva anos. Acordos de financiamento precisam ser garantidos quando o planejamento do projeto começa, e os recursos devem ser comprometidos com antecedência (começando com estudos de pré-investimento, que respondem por pelo menos 2–5 % dos custos totais do projeto), às vezes anos antes dos desembolsos iniciais.

A relação entre poupança pública e investimento público não é necessariamente simétrico em tempos bons e ruins. Quando os saldos fiscais diminuem e não há fontes alternativas de financiamento, como crédito externo, as despesas precisam ser reduzidas - e a infraestrutura é geralmente o principal candidato. Portanto, é provável que as reduções nos investimentos em infraestrutura em tempos difíceis sejam maiores do que os aumentos em tempos bons.

Testamos a hipótese de que o espaço fiscal defasado afeta o investimento em infraestrutura, executando uma regressão em painel com efeitos fixos de país e ano. Os resultados obtidos são consistentes com a intuição. O investimento em infraestrutura pública responde a mudanças defasadas na poupança pública, e a resposta é assimétrica.

#### Aumento do Financiamento Privado de Infraestrutura

O investimento público por si só não será capaz de aumentar o estoque e a qualidade da infraestrutura para níveis adequados, deste modo a ALC precisará

aumentar o investimento privado em infraestrutura. Contudo, quanto o investimento privado precisa aumentar? A resposta depende do comportamento do investimento público. Se o investimento público atingir 2% do PIB (uma suposição otimista), o investimento privado precisaria triplicar (de 1% para 3% do PIB) para atingir o patamar de 5% do PIB necessário para fechar a lacuna de infraestrutura.

O desafio de aumentar o investimento privado em infraestrutura requer ação simultânea em duas frentes: (a) fortalecimento da capacidade regulatória e institucional para criar um *pipeline* com projetos bem preparados e (b) desenvolvimento de infraestrutura como uma classe de ativos para canalizar a poupança privada para infraestrutura.

Riscos iniciais elevados, devido a custos de construção inesperados e incerteza de demanda; o perfil temporal das receitas desvinculado dos maiores gastos e a impossibilidade de reconversão dos ativos para usos alternativos. Essas características implicam que a única forma viável de pagar por ativos de infraestrutura é por meio de financiamento de longo prazo.

Idealmente, o financiamento de infraestrutura deve ser de longo prazo e em moeda local. Embora seja possível contar com a poupança externa, as evidências para a ALC sugerem que isso geralmente não é viável. A análise dos fluxos de IED para infraestrutura reforça o fato de que a poupança externa não muda o jogo para o financiamento de infraestrutura na ALC. O financiamento externo cria um descasamento entre a receita obtida com o fornecimento de infraestrutura (em moeda local) e o pagamento de obrigações de dívida (em moeda externa).

O financiamento privado de infraestrutura assume duas formas. Os investidores podem investir diretamente por meio do comprometimento de capital, ou podem emprestar para projetos específicos ou empresas de infraestrutura. Os investimentos podem ser alocados por meio de: como ações de empresas de infraestrutura, títulos públicos ou corporativos de capital aberto, investimentos em fundos de infraestrutura, ou transações de dívida feitas por meio de mercados privados.

Os bancos comerciais representam de longe a maior parcela, financiando metade de todos os projetos de infraestrutura entre 2004 e 2014. Os bancos nacionais são os segundos mais importantes, 14%. Os bancos multilaterais de desenvolvimento financiam apenas cerca de 7% dos projetos, consistente com estimativas anteriores para empréstimos soberanos e não soberanos. A participação de investidores institucionais, como fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras, é insignificante (cerca de 3%).

#### Infraestrutura como uma classe de ativos para atrair investidores privados

A infraestrutura envolve ativos com longa vida útil, capazes de gerar retornos estáveis e recorrentes, geralmente indexados pela inflação. Em comparação com o setor imobiliário, a infraestrutura tem menos exposição aos ciclos econômicos, fluxos de caixa mais previsíveis e barreiras à entrada.

A demanda por infraestrutura está crescendo rapidamente, mas os altos custos de transação, capacidade fraca, riscos políticos e de governança e barreiras políticas e regulatórias na maioria dos países da região tornam o retorno do investimento ajustado ao risco muito baixo para atrair o investimento privado. Existem poucos projetos bem preparados; não estão disponíveis instrumentos financeiros adequados de liquidez suficiente para atrair investidores locais; inconsistências em contratos, concessões e documentos de licitação são comuns.

## Aumento da participação dos fundos de pensão

Os investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos, são atores importantes nos mercados financeiros. Só nos países da OCDE, eles detinham mais de US \$ 70 trilhões em ativos sob gestão em 2012.

Qual seria o impacto de aumentar a participação da infraestrutura nos ativos administrados dos fundos de pensão? A alocação atual de fundos de pensão na ALC - na faixa de 1% do total de ativos sob gestão - é claramente baixa e não o suficiente para impulsionar o investimento em infraestrutura.

Suponha que os fundos de pensão na ALC aumentassem sua exposição de ações à infraestrutura investindo 3 (ou 7%) de seus ativos em projetos de infraestrutura. O investimento em infraestrutura aumentaria significativamente no Chile (potencialmente dobrando a taxa de investimento atual) e no México (de 2% para quase 5% do PIB). No Brasil, Colômbia e Peru, onde a participação dos ativos sob gestão é menor, ela aumentaria, mas não o suficiente para ter um impacto notável.

Os fundos de pensão poderiam investir em infraestrutura usando os fundos adicionais que obtêm de novos contribuintes (líquidos) para o sistema e seus ganhos de capital. Esses números podem ser obtidos pelo cálculo da variação dos ativos sob gestão de um ano para o outro. Porém, esses aumentos não são grandes o suficiente para permitir que a ALC acompanhe as taxas de investimento em infraestrutura nas economias asiáticas de alto crescimento ou nas economias avançadas. Os fundos de pensão podem, portanto, não ser a panaceia para aumentar os investimentos em infraestrutura. Ainda assim, cada dólar conta, e é necessário criar a condição propícia para atrair investimentos de investidores institucionais.

## Conclusões

Conclui-se no estudo apresentado que depender do setor público para realizar todos os investimentos necessários para fechar a lacuna de infraestrutura é arriscado: o financiamento é inadequado e em tempos de crise o setor público tende a cortar o investimento em infraestrutura. O papel do setor privado no financiamento de infraestrutura é portanto, a chave.

A infraestrutura representa um ativo adequado para investidores de longo prazo, como fundos de pensão, que detêm fundos equivalentes a cerca de 20% do PIB da região. Seu investimento em infraestrutura - cerca de 1% de seus portfólios - é baixo para os padrões internacionais.

A carteira de projetos disponível bem preparada é pequena; faltam instrumentos financeiros adequados com liquidez suficiente (por exemplo, títulos de projetos) para mobilizar investidores locais. A parcela de ativos que os fundos de pensão podem investir em infraestrutura precisam ser revistas. As barreiras que exigem estreita colaboração entre reguladores financeiros e fundos de pensão incluem avaliação de ativos, transparência, riscos e liquidez.

Fomentar o investimento de longo prazo também exige novas medidas fiscais, contábeis e financeiras visto os ativos de investimento das carteiras de fundos serem ilíquidos. É necessário aumentar o perfil das instituições não bancárias para preencher a lacuna de financiamento de infraestrutura. O desenvolvimento da infraestrutura como uma classe de ativos na LAC abrirá a possibilidade de aumentar a parcela atual do

investimento privado em infraestrutura e, ao mesmo tempo, facilitar a canalização do crescimento futuro da poupança nacional para infraestrutura.