

FUNDAÇÃO ECONOMIA DE CAMPINAS - FECAMP

**PROJETO DE ESTUDOS SOBRE AS PERSPECTIVAS DA INDÚSTRIA FINANCEIRA
BRASILEIRA E O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS**

SUBPROJETO MERCADO DE CRÉDITO BANCÁRIO

CRÉDITO À INFRAESTRUTURA

Pesquisador responsável:

André Martins Biancareli (Prof. do IE/Unicamp e pesquisador do Cecon e do CNPQ)

Equipe: Ricardo de Medeiros Carneiro (coordernador-geral), Daniela Magalhães Prates (vice-coordenadora), Maria Cristina Penido de Freitas (pesquisadora-sênior), André Martins Biancareli (pesquisador-sênior), Pedro Rossi (pesquisador-junior), Leticia Aguiar (pesquisadora-junior), Ana Luiza Lodi (pesquisadora-junior). Mateus Bettini Bernardo (bolsista de iniciação científica).

Campinas, novembro de 2009

ÍNDICE

Introdução.....	3
I. Panorama geral do setor.....	5
II. Evolução geral do crédito para a infraestrutura.....	12
III. A atuação do BNDES na infraestrutura: perfil setorial e subsetorial.....	25
III.1. A atuação do BNDES no agregado do setor de infraestrutura.....	26
III.2. A atuação do BNDES nos diferentes setores de infraestrutura.....	32
IV. A atuação dos demais bancos: públicos, privados nacionais e estrangeiros	42
IV.1 A atuação dos bancos públicos	43
IV. 2. A atuação dos bancos privados, nacionais e estrangeiros.....	46
Conclusões.....	51
Referências bibliográficas	54

CRÉDITO À INFRAESTRUTURA¹

Introdução

Este relatório se dedica à análise da evolução do crédito bancário à infraestrutura, setor marcado por algumas especificidades – indivisibilidades e altos valores dos empreendimentos, elevado risco e longo período de maturação, histórica falta de interesse do setor privado para o investimento e o financiamento no Brasil, além das externalidades positivas envolvidas – que exigem certos cuidados especiais. Some-se a elas certa opacidade das estatísticas do crédito destinado ao setor, e as dificuldades se elevam. Ao mesmo tempo, a importância destas atividades para o desenvolvimento do país, e a consciência das profundas debilidades nessa área – que representam obstáculos concretos ao desenvolvimento – são consensuais entre os analistas e o governo. A importância de um exame das condições do crédito bancário para a infraestrutura, portanto, é difícil de ser exagerada, apesar das dificuldades metodológicas inerentes à pesquisa. Cabe, de partida, esclarecê-las.

A mais importante destas dificuldades se refere à falta de transparência e desagregação nos dados gerais de crédito fornecidos pelo Banco Central do Brasil – e que seriam a fonte primordial para o tratamento do tema. Nas estatísticas do BCB, o saldo das operações de crédito ao setor privado por setor de atividade divide-se em Indústria, Habitação, Rural, Comércio, Pessoas Físicas e Outros Serviços. Presume-se (pois não há clareza quanto a isso) que as atividades que aqui interessam (discutidas abaixo) estejam englobadas tanto em Indústria como em Serviços, mas a falta de desagregação impossibilita uma análise em separado. Diante disso, a opção aqui feita foi trabalhar preferencialmente com os dados do BNDES – que, adaptados, permitem tal desagregação – e recorrer a algumas informações complementares de outras fontes. Porém, é necessário deixar registrado desde o início que se trata de uma abordagem inevitavelmente imperfeita, que dispõe de condições objetivas de exame dos dados inferiores às verificadas em outros setores analisados nesta pesquisa.

Porém, outra dificuldade tão importante quanto é a própria definição do que é o setor de infraestrutura e dos limites entre este e dois outros setores próximos, analisados em seções diferentes da pesquisa na qual este relatório está inserido: construção e serviços. Ao longo da pesquisa, inicialmente se optou por classificar como infraestrutura todas as atividades relativas às seguintes

¹ Esse texto reúne a análise da evolução do crédito bancário corporativo à infraestrutura apresentada nos Relatórios Parciais 1 e 2 do Subprojeto “Mercado de Crédito Bancário”, coordenado por Daniela Magalhães Prates no âmbito do Projeto *Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos*, sob coordenação geral de Ricardo de Medeiros Carneiro (convênio BNDES/FECAMP/Cecon-IE-Unicamp/IE-UFRJ). O autor agradece a toda a equipe de pesquisa e também a Eliana Ribeiro da Silva pela discussão das ideias e pelo auxílio na elaboração de gráficos e tabelas e na revisão do texto. Os defeitos remanescentes são, obviamente, de inteira responsabilidade do autor.

rubricas encontradas nas estatísticas do Banco: Água, esgoto e lixo; Atividades auxiliares de transporte e entrega; Eletricidade e gás; Telecomunicações; Transporte aéreo; Transporte aquaviário; Transporte terrestre.

Em termos da classificação CNAE – que não está explícita nas referidas estatísticas operacionais do BNDES – essa opção engloba os seguintes gêneros de atividades (seguidos dos seus respectivos códigos): Eletricidade, Gás e Outras Utilidades (D35); Captação, Tratamento e Distribuição de Água (E36); Esgoto e Atividades Relacionadas (E37); Coleta, Tratamento e Disposição de Resíduos, Recuperação de Materiais (E38); Descontaminação e Outros Serviços de Gestão de Resíduos (E39); Obras de Infraestrutura (F42); Transporte Terrestre (H49); Transporte Aquaviário (H50); Transporte Aéreo (H51); Armazenamento e Atividades Auxiliares dos Transportes (H52); Correio e Outras Atividades de Entrega (H53); Telecomunicações (J61).

O prosseguimento da pesquisa, e a utilização de estatísticas mais refinadas do próprio BNDES, no entanto, deu origem a dois problemas com esta classificação.

O primeiro se refere ao conteúdo dos subsetores de Atividades auxiliares de transporte e entrega; Transporte aéreo; Transporte aquaviário; e Transporte terrestre. Foi possível verificar, inclusive com o auxílio dos códigos CNAE das empresas atendidas, que tais desembolsos do Banco se destinavam na realidade a atividades de prestação de serviços ligados aos transportes, e não de infraestrutura de transportes: empresas transportadoras de cargas, de pessoas, administração de terminais etc. Por conta disso, esses quatro subsetores foram acrescentados à grande área de Serviços, tratada em outro segmento da pesquisa. A infraestrutura, redefinida, ficou restrita aos subsetores de Água, esgoto e lixo; Eletricidade e gás; e Telecomunicações.

O segundo problema, de solução mais difícil, envolve a inclusão no setor de Construção (também abordado em outro segmento) de desembolsos que, também pela definição CNAE, são tipicamente obras de infraestrutura e se distinguem de outras obras de construção com destinação imobiliária: construção de estradas, portos, viadutos etc. Deveriam, portanto, ser tratados aqui. Para contornar este problema buscou-se, tratar os dados do BNDES para Construção de maneira separada (em “Construção Imobiliária” e “Construção Infraestrutura”) sempre que possível. Quando os dados não permitem tal desagregação, alertas são feitos.

Outra peculiaridade importante é o fato de que, por se tratar de atividades sujeitas a indivisibilidades e altos valores dos empreendimentos, além do elevado risco e do longo período de maturação, o financiamento à infraestrutura no Brasil sempre dependeu de maneira quase exclusiva do BNDES e de outros mecanismos de crédito direcionado (FGTS à frente), não existindo praticamente financiamento privado a partir de recursos livres (ou “de tesouraria”, nas palavras de vários

executivos da área ouvidos em entrevistas). O envolvimento de bancos e outras instituições financeiras no financiamento de atividades na área, quando não se resume a repassar recursos do BNDES ou de fontes estrangeiras (como o Banco Mundial, BID, CAF etc.), se dá por mecanismos do mercado de capitais que, por um recorte metodológico, foge ao escopo deste subprojeto.

Outro ponto a ser comentado é a questão da variedade de formas de apoio financeiro existente nesse setor. A especificidade aqui é a engenharia financeira conhecida como *project finance*, que em parte se distancia do crédito bancário tradicional, objeto mais estrito do presente estudo. De maneira bastante simplificada, esta modalidade pode ser definida como um esquema de captação de recursos para financiar um projeto de investimento cujo capital está separado daquele pertencente a outras pessoas físicas ou jurídicas envolvidas: uma sociedade de propósito específico, que separa o risco do empreendimento do risco da empresa ou de seus proprietários. Essa captação, geralmente, se dá tanto por meio do mercado de crédito como do mercado de capitais.

As implicações desta especificidade aqui são duas. Por um lado, nos montantes documentados de financiamento do BNDES estão incluídos aportes por esta modalidade e, por outro, nos dados também utilizados de financiamento de projetos, estão discriminados valores aportados por meio de dívida (*debt*) e de participação (*equity*). Assim, apesar de haver mecanismos do mercado de capitais – objeto de outra parte da presente pesquisa – envolvidos nas duas modalidades (*debt* inclui lançamento de títulos de dívida, não apenas crédito bancário), os montantes também foram utilizados aqui como evidência adicional da participação privada no financiamento da infraestrutura.

Esclarecidas essas opções metodológicas, esse relatório-síntese se organiza da seguinte forma: a seção I traça um panorama geral do setor de infraestrutura no Brasil e sua evolução recente, abordando também alguns aspectos qualitativos importantes de seu financiamento; a seção II mapeia as tendências quantitativas do crédito bancário para a infraestrutura, baseado nos números ainda bastante agregados do BNDES e em algumas outras fontes auxiliares; a seção III detalha a atuação do banco em seu perfil setorial e subsetorial; e a IV retrata, na medida do possível, a atuação dos demais bancos (públicos, privados nacionais e estrangeiros) na concessão de crédito para esse setor. Breves conclusões encerram o trabalho.

I. Panorama geral do setor

Apesar de não ser um fenômeno facilmente mensurável, não parece haver grande controvérsia a respeito das debilidades e da carência de investimentos no setor de infraestrutura no Brasil. Trata-se de fator destacado, invariavelmente, nas análises sobre os principais obstáculos e desafios ao desenvolvimento do país.

A título de exemplo, as estimativas calculadas por Frischtak (2008) para os totais investidos por agentes públicos e privados, nos setores identificados como pertencentes à categoria, mostram resultados bastante preocupantes, que vão resumidos na Tabela 1.

Tabela 1. Brasil: investimentos públicos e privados em infraestrutura (R\$ milhões correntes)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2001-2007
Energia elétrica	8,73	11,05	9,94	9,69	12,18	15,60	16,29	83,47
Telecomunicações	21,99	9,69	8,02	13,30	14,21	12,41	12,46	92,09
Transporte rodoviário	5,87	5,53	3,86	5,40	6,74	8,67	9,36	45,43
Transporte ferroviário	0,82	0,72	1,11	1,90	3,24	2,53	2,74	13,06
Aeroporto	0,46	0,58	0,57	0,55	0,74	0,89	0,57	4,36
Portos (inclusive docas)	0,33	0,44	0,20	0,44	0,50	0,58	0,72	3,21
Hidroviás	0,20	0,09	0,05	0,08	0,10	0,11	0,13	0,77
Saneamento	4,82	4,43	3,74	4,46	6,44	8,28	9,76	41,92
Total	43,22	32,54	27,48	35,82	44,15	49,07	51,03	284,31
PIB nominal	1,302	1,477	1,699	1,941	2,147	2,322	2,558	13446,0
Investimento/PIB (%)	3,32	2,20	1,62	1,85	2,06	2,11	2,03	2,11

Fonte: Frischtak, C. (2008), Tabela 1.

O número de 2,11% do PIB em média para o período é, ainda segundo o autor, claramente insuficiente, em duas dimensões complementares. De um lado, situa-se abaixo do patamar estimado (3%) como mínimo necessário para manter o estoque de capital existente, acompanhar o crescimento da população e de suas necessidades desses serviços, e ainda universalizar os serviços de água/saneamento e eletricidade em um horizonte de tempo razoável. De outro, é bastante inferior aos valores observados em algumas outras economias em desenvolvimento: Chile (6,2% do PIB em 2001); Colômbia (5,8% em 2001); Índia (5,6% em 2006/07); China (7,3% em 2003); Vietnã (9,9% em 2003); Tailândia (15,4% em 2003) e mesmo Filipinas (3,6% em 2003).

Em relação a esse comparativo internacional o autor vai além e chega a afirmar (p. 307) que seria necessária “Uma expansão para 4%-6% do PIB, investido ao longo de 20 anos, para alcançar os níveis observados atualmente na Coreia do Sul e em outros países industrializados.” Em outras palavras, esta é uma das estimativas possíveis para o tamanho do desafio, nessa área, para o país nos próximos anos.

Diante dessa carência patente, pode-se dizer que, pelo menos do ponto de vista da “economia real”, das decisões e projetos de investimento em infraestrutura no Brasil, talvez o momento atual seja o mais promissor em algumas décadas.

Em primeiro lugar, na medida em que algumas das principais dificuldades macroeconômicas e de financiamento externo parecem ser encaminhadas, vai se tornando consenso entre os observadores da realidade econômica essa urgente necessidade de ampliação das inversões em infraestrutura, e crescem os alertas sobre os efeitos deletérios das carências estruturais nesse setor. A própria reativação

das discussões sobre investimento público (e seus baixíssimos níveis no Brasil), gerando uma rara afinidade entre economistas de distintas posições no espectro ideológico sobre a urgência de se ampliá-lo, é sintoma disso, dado que parte significativa dos projetos de infraestrutura é tradicionalmente de responsabilidade de agentes públicos.

Em segundo lugar, as necessidades de aprimoramento da infraestrutura com vistas à realização da Copa do Mundo de futebol no país em 2014 e as Olimpíadas em 2016 no Rio de Janeiro. Em um levantamento recentemente publicado, foram estimados em R\$ 86,3 bilhões os gastos em projetos previstos nas doze cidades-sede da Copa - 2014, outros R\$ 8,66 bilhões só para a reforma e ampliação de aeroportos nesses centros. E, evidentemente, sem incluir os gastos nos estádios de futebol.²

E não se trata apenas de uma tendência projetada para o futuro. Segundo cálculos da Abdib citados por Almeida (2009), as inversões em infraestrutura no Brasil, já em valores atualizados pelo IPCA, quase dobraram entre 2003 e 2008: de R\$ 55,8 bilhões para R\$ 106,8 bilhões, com aceleração significativa em 2007 (17,25%) e 2008 (19,1%).

Se, no cômputo de infraestrutura também fossem somados os investimentos para a expansão da indústria petrolífera – que, afinal de contas, também é em grande parte uma atividade ligada à energia – tais cifras sofreriam um salto muito significativo, dada a grandiosidade dos números que envolvem a extração do óleo na camada pré-sal, nas próximas décadas. Na abordagem aqui escolhida, no entanto, tais atividades são englobadas pelo setor de Indústria.

Como um elemento central nesse momento favorável ao setor – enquanto reconhecimento oficial da necessidade de ampliação dos investimentos e também como eixo organizador das políticas públicas nessa área – o governo Lula organizou as iniciativas para enfrentar este e outros desafios em torno do Programa de Aceleração do Investimento (PAC), a partir do seu segundo mandato.

Lançado oficialmente no início de 2007 e envolvendo medidas institucionais em diferentes eixos – Estímulo ao Crédito e ao Financiamento, Melhoria do Ambiente de Investimento, Desoneração e Administração Tributária, Medidas Fiscais de Longo Prazo e Consistência Fiscal.³ Não é objetivo aqui examinar o PAC em toda a sua dimensão nem muito menos avaliar a sua implementação; ele é tomado como base para uma mensuração das perspectivas e necessidades de investimento no setor, mesmo que não seja seguido à risca.

Por isso, o interesse é maior naquilo que parece ser o núcleo central do programa, um pacote

² Números extraídos de Garrido (2009b).

³ As informações deste e dos próximos parágrafos tem como fonte o comitê gestor do PAC, por meio do site <http://www.brasil.gov.br/pac/>, e a matéria de Garrido(2009a).

de obras de infraestrutura que previa gastos totais de R\$ 503,9 bilhões em investimentos públicos e privados assim divididos: Energia R\$ 274,8 bilhões, Logística de Transportes R\$ 58,3 bilhões e Infraestrutura Social e Urbana R\$ 170,8 bilhões. Em janeiro de 2008, como parte das medidas do governo para enfrentar os efeitos da crise financeira internacional, foi anunciado um acréscimo de R\$ 142,1 bilhões – dos quais R\$ 84,2 bilhões para Infraestrutura Social e Urbana; R\$ 37,7 bilhões para Logística de Transportes e R\$ 20,2 bilhões em Energia – a ser investido até 2010. Quando incluídos os investimentos que maturam além da conclusão do segundo mandato, o montante total projetado é de R\$ 1,148 trilhão.⁴

Do conjunto de obras incluído no programa – reproduzido, por Estado, no Quadro 1 – algumas de maior destaque individual podem ser citadas: as usinas hidrelétricas de Santo Antonio e Jirau, ambas no Rio Madeira, no Estado de Rondônia, com valores estimados de, respectivamente, R\$ 5,7 bilhões e R\$ 6,4 bilhões; a Ferrovia Transnordestina (R\$ 4,4 bilhões) e o trem de alta velocidade Rio-São Paulo-Campinas (R\$ 19 bilhões).

Quadro 1. PAC: Listagem de obras de infraestrutura, por Estado

Estado	Obra	Valor (R\$ milhões)
Acre	Rodovia BR 364	348
Rondônia	Hidrelétrica Santo Antônio	5700
	Hidrelétrica Jirau	6440
Amazonas	Rodovia BR 319	212
	Gasoduto Urucu-Coari	2267
	Linha de transmissão Tucuruí, Macapá e Manaus	1580
Roraima	Manutenção de rodovias	226
Pará	Hidrelétrica de Belo Monte	2810
	Rodovia BR 163 – pavimentação	950
	Rodovia BR 230 – construção	1200
Amapá	Rodovia BR 156	295
Tocantins	Ferrovia Norte-Sul – Araguaína-Palmas	1102
Maranhão	Hidrelétrica de Estreito	3122
Piauí	Parque Eólico Pedra do Sal	274
	Hidrelétrica Ribeiro Gonçalves	298
	Hidrelétrica Uruçuí	282
Ceará	Ferrovia Transnordestina	4388
	Usina Termelétrica MPX	1792
Rio Grande do Norte	Parques Eólicos Alegria I e II	609
	Termelétrica Termonordeste	366
	Gasoduto Malha Nordeste	680
Paraíba	Integração do Rio São Francisco – Eixo Leste	7330
	Integração do Rio São Francisco – Eixo Norte	1390
Pernambuco	Refinaria Abreu e Lima	1910
	Petroquímica Suape	2890
Alagoas	Rodovia BR 101	541
	Gasoduto Malha Nordeste	860
Sergipe	Óleo e Gás – desenvolvimento da produção	2475
Bahia	Ferrovia Oeste-Leste: Ilhéus-Alvorada	4700

⁴ Assim distribuídos entre os três grandes grupos: Energia R\$ 759 bilhões; Infra-estrutura Social e Urbana R\$ 257 bilhões e Logística R\$ 132 bilhões

	Gasoduto Cacimbas-Catu	2950
Mato Grosso	Ferromonte Alto Araguaia-Rondonópolis	750
	Hidrelétrica Dardanelos	735
Goiás	Ferrovia Norte-Sul - Trecho Sul	2709
Distrito Federal	Aeroporto de Brasília	149
	Linha de transmissão Norte-Sul	530
Mato Grosso do Sul	Ferrovia Palmas-Anápolis	2709
Minas Gerais	Hidrelétrica Simplício	1193
	Linha Porto Velho - Araraquara	3600
Espírito Santo	Exploração Óleo e Gás - Camarupim	4770
	Exploração Óleo e Gás - Parque das Conchas	3470
Rio de Janeiro	Trem Rio-São Paulo-Campinas	19000
	Termonuclear Angra III	5131
	Plataforma P-51	3510
	Plataforma P-56	5560
	Plataforma P-54	2280
	Plataforma P-52	3220
	Complexo Comperj	5500
São Paulo	Aeroporto de Guarulhos	1137
	Ferroanel de São Paulo	528
	Rodoanel - Trecho Sul	3600
	Gasoduto - Plano Diretor de Dutos	1290
	Replan (qualidade, modernização e conversão)	3510
	Revap (conversão)	3290
Paraná	Refinaria Presidente Getúlio Vargas - Repar	5330
Santa Catarina	Hidrelétrica Paiquerê	454
	Hidrelétrica Salto Pilão	787
	Rodovia BR 101 (duplicação)	810
Rio Grande do Sul	Termelétrica Candiota III	1169
	Hidrelétrica Foz do Chapecó	2138

Fonte: Comitê Gestor: Balanço do PAC 2 Anos; Garrido (2009). Elaboração própria.

Em relação aos montantes totais, se os R\$ 646 bilhões a serem investidos pelos setores público e privado forem divididos pelos quatro anos projetados para o seu efetivo dispêndio (2007-2010), chega-se a uma média de R\$ 161,5 bilhões - cifra mais de três vezes superior ao montante calculado por Frischtak (2008) para 2007, o que (ressalvado o fato de tratar-se de valores correntes) sugere uma fortíssima elevação dos dispêndios.

Para se ter uma idéia do impacto desse valor (e da ambição do programa), vale voltar a alguns dos cálculos desse autor. São apresentadas no trabalho previsões sobre o total a ser investido no período 2008-2010 que, somadas à estimativa para 2007, levariam o total do quadriênio para apenas R\$ 234,2 bilhões, pouco mais de um terço do previsto no PAC. Além de revelar forte descrença na capacidade do programa, essa cifra significaria que a relação investimento em infraestrutura/PIB atingiria um valor ainda muito insuficiente de 2,18% entre 2008 e 2010. Utilizando as mesmas estimativas para a evolução do PIB (4,5% de crescimento real ao ano), o total de investimentos do PAC seria capaz de levar essa relação, no total dos quatro anos, a quase 6% do PIB - o que significaria atingir os patamares estimados como necessários para engatar um processo efetivo de desenvolvimento.

A divisão desses investimentos entre gastos públicos e privados só foi estimada para os valores totais de R\$ 503,9 bilhões inicialmente anunciados: R\$ 67,8 bilhões sairiam do Orçamento Federal e partes praticamente iguais se dividiriam entre as empresas estatais (R\$ 219,1 bilhões, dos quais R\$ 148,7 bilhões oriundos da Petrobras) e iniciativa privada (R\$ 216,9). Mantidas as mesmas proporções para os novos valores anunciados em janeiro de 2009 (R\$ 646 bilhões), se chegaria a um número de R\$ R\$ 87 bilhões de recursos orçamentários, R\$ 281 bilhões de empresas estatais e R\$ 278 bilhões de investimento privado. Como o presente relatório trata do financiamento corporativo (que exclui a administração pública mas inclui as estatais, ainda mais empresas de economia mista como a Petrobrás), é a soma desses dois últimos valores que fornece uma estimativa do total de recursos a ser financiado no quadriênio pelo sistema financeiro: R\$ 559 bilhões - ou aproximadamente R\$ 140 bilhões por ano.

Por fim, quanto ao último dos eixos de medidas institucionais constitutivas do PAC - Estímulo ao Crédito e ao Financiamento - que por motivos óbvios é o que mais interessa aqui, o balanço de dois anos do programa (fevereiro de 2009) listava sete medidas, sua situação e resultado, como reproduzido no Quadro 2. Mais relevante para os setores aqui englobados, como será discutido, é a terceira medida listada: a criação do Fundo de Investimentos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FI-FGTS), já em operação e com valores aplicados inclusive superiores aos mais de US\$ 5 bilhões descritos no quadro.

Quadro 2. PAC: medidas institucionais de estímulo ao crédito e ao financiamento

Medida	Situação	Resultado
Redução da TJLP para 6,25% a.a	Resolução CMN 3498/2007	Volumes das operações de crédito do BNDES aumentaram 26,5% em 2007 em relação a 2006, perfazendo um total de R\$ 65 bilhões. Em 2008, R\$ 91 bi
Redução dos <i>Spreads</i> do BNDES para Infraestrutura, Logística e Desenvolvimento Urbano	Implementada	Volume das operações de crédito do BNDES - R\$ 65 bilhões em 2007. Total em 2008 chegou a R\$ 91 bilhões, resultado 40% superior a 2007
Criação do Fundo de Investimento em Infraestrutura com Recursos do FGTS	Lei 11.491/2007 IN CVM 462/2007 Resoluções CCFGTS 545, 551, 552 e 553	O regulamento do Fundo foi aprovado pela CVM em 21/02/2008. Iniciada a prospecção de projetos. Negócios prospectados superam R\$ 5 bilhões: <ul style="list-style-type: none"> • Energia = R\$ 4,2 bilhões • Portos = R\$ 0,5 bilhão • Ferrovias = R\$ 0,6 bilhão Previsão de que os trabalhadores poderão aplicar 10% do saldo da conta vinculada a partir de maio de 2009
Concessão de Crédito à Caixa para Aplicação em Saneamento e Habitação	Lei nº 11.485/2007	Os recursos foram transferidos para a Caixa em 13/06/2007
Ampliação do Limite de Crédito ao Setor Público para Investimento em Saneamento e Habitação	Lei 11.537/2007 Resolução CMN 3437/2007	Limites atuais são de R\$ 12 bilhões para Saneamento e R\$ 4 bilhões para Habitação
Elevação da Liquidez do Fundo de Arrendamento Residencial (FAR)	Lei 11.474/2007 Portarias Cidades 493/2007 e	Piloto para a antecipação de compra nas cidades de Curitiba e Recife entre 28/04/2008 e 06/06/2008. Os procedimentos já foram todos definidos e implementados -

	Fazenda/Cidades 684/2007	normas, processos, sistemas, orientação da Rede e divulgação aos interessados. Liquidação de 3.981 contratos de arrendamento até 30/12/2008
Criação do Fundo de Investimento em Participação em Infraestrutura	Lei 11.478/2007 IN CVM 460/2007	Marco regulatório finalizado. Projetos já podem ser analisados pela CVM

Fonte: Comitê Gestor: Balanço do PAC 2 Anos.

Porém, em praticamente todas as análises sobre as condições e a viabilidade da implementação desses ambiciosos conjuntos de projetos, um obstáculo tão citado quanto as dificuldades ambientais, regulatórias e demais advindas do trâmite burocrático dos processos, é o seu financiamento. Tradicionalmente dependente de recursos externos ou, principalmente, dos desembolsos do BNDES, esse setor se vê diante do desafio de expandir em muito os recursos emprestados e enfrentar as dificuldades inerentes a essas operações de longo prazo e alto risco. Isso tudo em um contexto ainda de diluição dos impactos da crise financeira internacional, que significou uma brutal elevação da aversão ao risco por parte dos agentes financeiros, mormente privados.⁵

Dentre essas dificuldades, destacam-se a questão da engenharia do *project finance* usado na maior parte dos financiamentos e, em decorrência, das garantias exigidas para as operações.⁶ É consenso entre os executivos envolvidos com o financiamento do setor de que a montagem de um *project finance* puro, do tipo *non-recourse* total, é inviável em projetos de longa maturação. Principalmente na fase pré-operacional, enquanto não há fluxo de receitas que possam servir como garantias. Nesse período geralmente são necessários seguros de garantia de conclusão de projetos (os chamados *completion bonds*) e outros tipos de comprometimento do acionista. Após concluída a construção, geralmente passa-se a um *project finance* puro, em que o fluxo de recebíveis é a garantia envolvida. De qualquer forma, essa complexidade – que se torna muito maior em casos como os de Telecomunicações, onde não há propriamente um “projeto de investimentos” delimitado no tempo, dificultando a separação da empresa e do empreendimento para fins de uma sociedade de propósito específico – eleva as dificuldades de estruturar financiamento nessa área, dada também a debilidade do sistema financeiro brasileiro de fornecer seguros, resseguros e outros mecanismos de garantia.

É assim natural a grande responsabilidade assumida pelo BNDES, seja diretamente (na maioria dos casos, como será visto adiante), seja repassando recursos para outros bancos – caso em que o risco fica sob responsabilidade desse agente, o que não dispensa a análise das condições por parte do banco de desenvolvimento.

Há um outro entrave importante, mas específico de alguns subsetores de infraestrutura, que é

⁵ Ver, sobre o tema, as matérias de Almeida (2009) e Bueno (2009a e 2009b).

⁶ As informações e opiniões desse e dos parágrafos seguintes foram obtidas principalmente em entrevistas nos maiores bancos envolvidos com as questões.

a questão dos limites de endividamento das empresas do setor público. Tais controles, justificados pela necessidade de ajuste fiscal e zelo pelo dinheiro público, são até anteriores à Lei de Responsabilidade Fiscal, sendo reguladas por um emaranhado de instrumentos legais emitidos desde 1998, e que se consolidaram com a Resolução 2827 do Conselho Monetário Nacional, de 30 de março de 2001. Tal contingenciamento vem representando, nos últimos tempos, sérios bloqueios ao financiamento de atividades julgadas fundamentais, para as quais havia demanda e oferta de crédito, mas impossibilidade legal de concessão.

O principal agente prejudicado pela regra é a Caixa Econômica Federal, gestora dos recursos do FGTS destinados à habitação e infraestrutura e desenvolvimento urbano (principalmente saneamento). Nos dois casos, a maioria das empresas são públicas, estaduais ou municipais: Cohabs, companhias de saneamento (das quais apenas 10% são privadas), de gestão da infraestrutura de transportes etc.⁷

Nesse aspecto, a abertura de limites especiais de endividamento embutida no PAC representou um alívio bastante importante no caso de saneamento: permitiu-se empréstimos no valor total de até R\$ 14,2 bilhões entre 2007 e 2010. Isso permitiu, como será visto adiante, um aumento das aplicações de recursos do FGTS em 2007 e pode agora ser verificado na ampliação da atuação da Caixa nessa área. A expectativa de várias fontes do setor é a de repetição dessa liberação *ad hoc* dos limites de endividamento público para a área de logística de transportes, com vistas às obras previstas para a Copa de 2014. As referências a um “PAC da Copa” ou “PAC da mobilidade urbana” já são cada vez mais frequentes.⁸

Esta é, assim, uma das várias dimensões pelas quais o programa governamental, ou suas variantes, pode incentivar o crédito para infraestrutura – o que vai ficar patente em toda a análise dos desembolsos do BNDES, grande fonte de recursos para o setor e instituição cuja atuação é guiada pelas diretrizes emanadas do governo central.⁹

II. Evolução geral do crédito para a infraestrutura

As características definidoras do setor em tela – altos valores e riscos envolvidos, longa maturação dos investimentos etc. – associadas às debilidades estruturais do sistema de financiamento privado no Brasil, fazem do crédito à infraestrutura talvez o melhor exemplo da dependência dos

⁷ Sobre esses contingenciamentos, com enfoque nos impactos sobre o FGTS, ver o estudo de Cintra (2007).

⁸ Ver, por exemplo, as referências em Garrido (2009) e nos demais textos constantes da revista *Valor Especial: As cidades da Copa 2014*.

⁹ Isso apesar da opinião, obtida em entrevista, de que o PAC não chega a alterar a dinâmica de aprovações e liberações do Banco, pelo menos para o setor de energia. A demanda nesse caso, muito aquecida por obras como as hidrelétricas de Jirau e Belo Monte, explicaria a ascensão dos desembolsos.

recursos provenientes de um grande banco de desenvolvimento público. Sem exageros, é possível afirmar que não há e nem nunca houve, na história do país, alternativa de financiamento que sequer se aproxime da importância do BNDES, neste caso específico.

Porém, dadas as peculiaridades nas estatísticas disponíveis para o crédito corporativo no Brasil, não é possível precisar com exatidão a extensão desta importância. Já que os dados agregados disponibilizados pelo Banco Central não exibem de forma isolada os financiamentos para os setores aqui entendidos como infraestrutura, e que as estatísticas dos bancos privados também são opacas a esse respeito, o procedimento adotado aqui para essa primeira avaliação da evolução do crédito foi recorrer às informações detalhadas do próprio BNDES, às demonstrações financeiras do FGTS, outra fonte tradicional de recursos para esta área – ainda que bem menos importante em termos quantitativos e sujeita a outras determinações – e a uma medida indireta da participação do setor bancário (exclusive BNDES) no financiamento de grandes projetos de infraestrutura, a partir de informações coletadas e organizadas pela Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID). Vale ainda repetir que a análise aqui será feita de modo agregado, cabendo à seção seguinte o exame mais detalhado setorialmente e por instituição envolvida.

Começando pelas estatísticas da maior e quase exclusiva destas instituições, cabe destacar de partida que as condições e custos em que o apoio aos projetos de infraestrutura é oferecido pelo BNDS são bastante diferenciados, como resume o Quadro 3.¹⁰

¹⁰ Ver mais detalhes em <http://www.bndes.gov.br/infraestrutura>

Quadro 3. BNDES: linhas e condições do apoio financeiro a projetos de infraestrutura

Linhas de Financiamento	Remuneração do BNDES (% a.a.)	Custo Financeiro	Participação Máxima (%)
Energia			
- Energia Elétrica - Geração (exceto térmicas a carvão ou a óleo)	0,9	TJLP (100%)	80
- Energia Elétrica - Geração Térmica a carvão ou a óleo	1,8	TJLP (50%) e TJ-453 (50%)	60
- Energia Elétrica - Transmissão	1,3	TJLP (100%)	70
- Energia Elétrica - Distribuição	1,3	TJLP (50%) e TJ-453 (50%)	60
- Energias Renováveis	0,9	TJLP (100%)	80
Logística			
- Modal Ferroviário: Regiões Norte e Nordeste e Redução de Gargalos Ferroviários	0,0	TJLP (100%)	100
- Modais aéreo, ferroviário, rodoviário, portos e terminais	0,9	TJLP (100%)	80
- Setor Rodoviário	1,3	TJLP (70%) e TJ-453 (30%)	70
Petróleo e Gás			
- Exploração de petróleo e gás	1,8	TJ-453 (100%)	60
- Desenvolvimento, produção e refino de petróleo	1,8	TJ-453 (100%)	70
- Desenvolvimento, produção e processamento de gás	1,3	TJ-453 (100%)	70
- Transporte e Distribuição	1,3	TJ-453 (100%)	70
Telecomunicações	1,8	TJ-453 (100%)	60
Projetos Estruturadores de Transporte Urbano	0,9	TJLP (100%)	100 90 80
Saneamento Ambiental e Recursos Hídricos	0,9	TJLP (100%)	100 90 80

Fonte: BNDES.

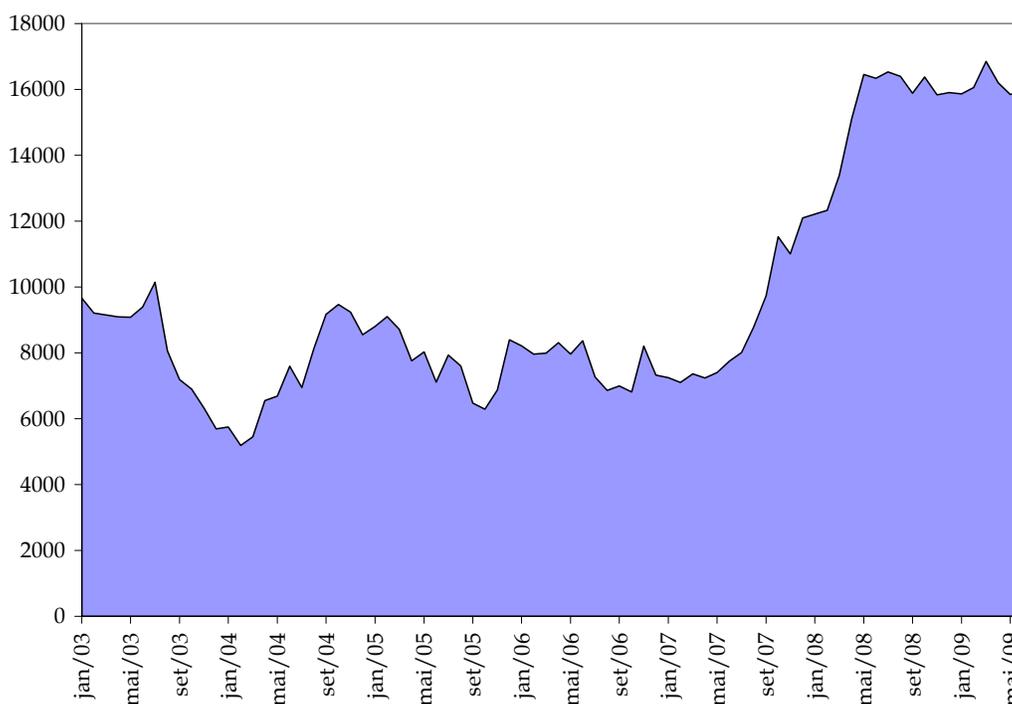
Quanto aos números propriamente ditos - apresentados nos Gráficos 1 a 3 - um primeiro ponto a destacar é a relação com o movimento mais amplo do mercado de crédito bancário no Brasil a partir de 2003, detalhado em outro relatório desta pesquisa. Como constatado naquela análise, o ciclo de crédito como um todo tem seu marco inicial definido em meados de 2003 (e o ponto de inflexão em setembro de 2008); o crédito livre destinado à pessoa jurídica inicia sua ascensão alguns meses à frente (início de 2004, acelerando mesmo só em 2006), mas também reverte suas taxas de crescimento no último trimestre de 2008; e o segmento direcionado (BNDES à frente) tem um ciclo ainda mais "atrasado", demorando a reagir mas que sustentava (ou mesmo acelerava) o ritmo de crescimento após a explicitação da crise financeira internacional. Contra esse pano de fundo, a trajetória do crédito do BNDES à infraestrutura guarda algumas semelhanças e outras (mais importantes) diferenças - sugerindo a existência, também, de determinantes bastante específicos ao setor.

Seguindo a definição setorial aqui escolhida e já justificada,¹¹ os desembolsos acumulados em 12 meses (Gráfico 1) sugerem a existência de diferentes fases ao longo do período em tela. A trajetória

¹¹ A título de esclarecimento, novamente: esses números se referem à soma dos subsectores de Água, esgoto e lixo; Eletricidade e gás; e Telecomunicações. Os valores, anuais, para a Construção de Infraestrutura são agregados logo abaixo.

errante dos montantes entre o início do período analisado e o primeiro semestre de 2007 – que inclui uma forte e prolongada queda entre meados de 2003 e meados de 2004 – é modificada alguns meses após o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento. Esse parece ser o evento fundamental a influenciar a trajetória. De patamares acumulados pouco superiores a R\$7 bilhões até junho de 2007, os desembolsos passam a mais de R\$16 bilhões um ano depois. É em torno desse nível que as cifras permanecerão até o fim do primeiro semestre de 2009, revelando uma forte desaceleração no período mais recente – que pode apenas em parte ser vinculada aos efeitos da crise financeira internacional, já que a diminuição do ritmo de crescimento se inicia alguns meses antes do agravamento de tais dificuldades externas. Um certo arrefecimento dos efeitos aceleradores do PAC, portanto, pode ser aventado como hipótese.

Gráfico 1. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, acumulados em 12 meses, 2003-2009¹, em R\$ milhões



Fonte: BNDES. **Elaboração própria.**

Nota:

1. Primeiro semestre.

Os dados de desembolso anual (mostrados no Gráfico 3, adiante), confirmam essa impressão: crescimento em 2004 em relação a 2003, estagnação com leve queda entre 2004 e 2006 e forte expansão em 2007 e 2008. Já o Gráfico 2 dá números a essas taxas de crescimento: de fortemente negativas (em termos reais e nominais) em 2003, elas superam os 40% reais em 2004 e voltam para o território em 2005 e 2006. 2007 assiste a uma explosão dos desembolsos (65% de crescimento nominal e 59% em

termos reais), que desacelera mas mantém o crescimento em patamares razoáveis - 32% e 25%, respectivamente - em 2008. Tomando o primeiro semestre de 2009 em relação ao mesmo período do ano anterior, há uma retração em termos reais (-4,3%) e um crescimento praticamente nulo em termos nominais. Em termos de valores, o total semestral mais recente foi superior ao de um ano antes em apenas R\$ 52 milhões (saindo de R\$ 6,963 bilhões para 7,015 bilhões; ver Gráfico 3 abaixo).

Gráfico 2. Desembolsos anuais do BNDES para os setores de infraestrutura, 2003-2009¹, em porcentagem do total do banco e taxas de crescimento anual



Fonte: BNDES. **Elaboração própria.**

Nota:

1. Primeiro semestre.

Há, portanto, um nítido “atraso” - a expansão forte e sustentada só se dá em 2007 - desta parte do ciclo de crédito em relação ao movimento geral e mesmo ao do crédito direcionado como um todo. E, à semelhança deste último, não se verifica a reversão abrupta observada em outros segmentos nos últimos trimestres de 2008, em resposta ao aprofundamento da crise financeira internacional. Apesar de bastante específico, parecem atuar nesse setor fatores tanto pelo lado da demanda quanto da oferta de crédito.

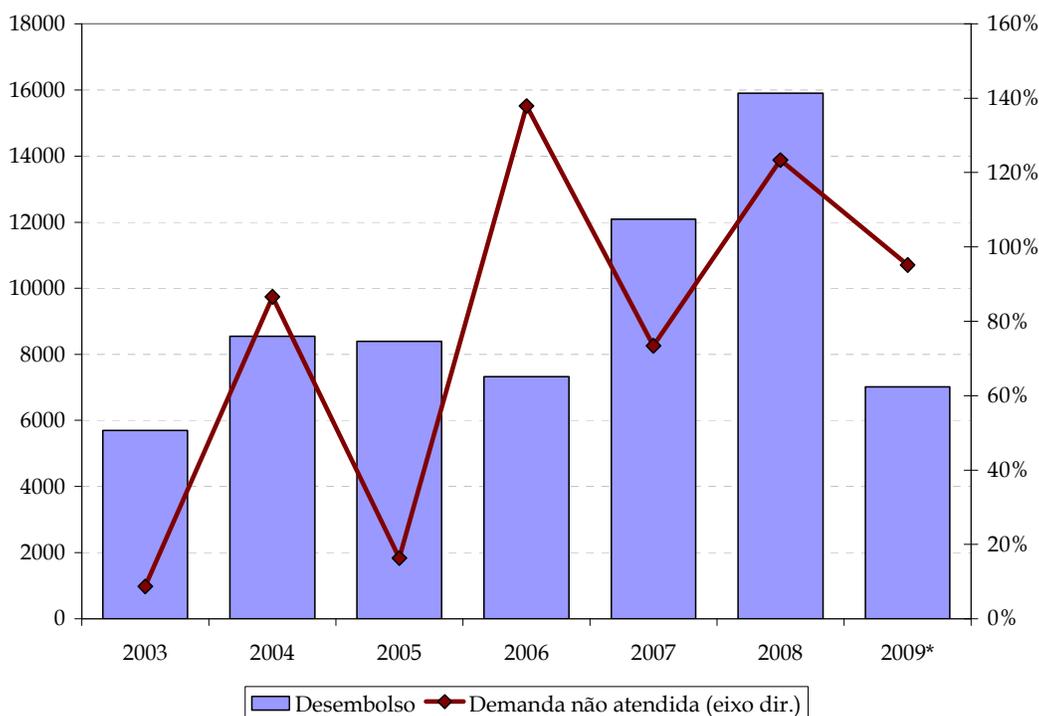
Em uma primeira análise, mesmo teoricamente influenciado por considerações de prazo bastante longo, o crédito do BNDES à infraestrutura parece ter respondido ao movimento geral da economia: baixos valores e crescimento negativo no difícil ano de 2003, recuperação em 2004 interrompida pela deterioração da conjuntura e ao processo de elevação da taxa básica de juros a

partir do último trimestre daquele ano e, com significativo atraso, acompanhamento da retomada do crescimento econômico mais forte a partir de 2006.

A influência destas oscilações no ambiente macroeconômico sobre segmento é nítida no Gráfico 3, que apresenta um indicador de demanda não atendida (calculado como o excesso de consultas em relação aos desembolsos do Banco em cada ano). A queda nominal já constatada de 33% dos desembolsos em 2003 foi acompanhada por uma redução ainda maior nas consultas, levando o indicador para um nível inferior a 20 – o mesmo pode ser dito, com a repetição quase exata dos valores, para 2005, também um ano de desaceleração econômica. Por essa medida, o ano de 2006 chama particularmente a atenção: não apenas a demanda subiu muito, respondendo ao aquecimento da economia, mas também o desembolso cai em termos reais (como visto no Gráfico 2), o que leva o índice para o ponto mais alto desta trajetória, indicando uma demanda quase 140% maior do que oferta de crédito. Em 2007, o índice cai para o valor de 73, voltando a subir para mais de 120% em 2008 – sinal de que, os desembolsos não haviam conseguido manter o ritmo da demanda crescente. Já na primeira metade de 2009, a manutenção dos montantes desembolsados (que leva as taxas de crescimento para valores próximos a zero) parece ter sido mais do que suficiente para compensar a queda nas consultas, fazendo o índice cair novamente, para baixo de 100%.

Mas as oscilações na demanda não atendida explicitam ainda mais o outro lado dos determinantes: a política de crédito do Banco, que responde às diretrizes oficiais da política econômica. A clara mudança de direção de 2006 para 2007 – forte crescimento nos desembolsos e atendimento de grande parte do crescimento da demanda – responde ao anúncio e ao início efetivo das obras do PAC e ao papel que nele foi atribuído ao banco de fomento. Da mesma forma, a manutenção dos desembolsos no último trimestre de 2008 e na primeira metade de 2009 é um claro sinal de que se tenta preservar, em meio à política creditícia anticíclica, o crédito a um setor considerado fundamental.

Gráfico 3. Desembolsos anuais do BNDES para os setores de infraestrutura, em R\$ milhões, e índice de demanda não atendida, 2003-2009¹



Fonte: BNDES. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

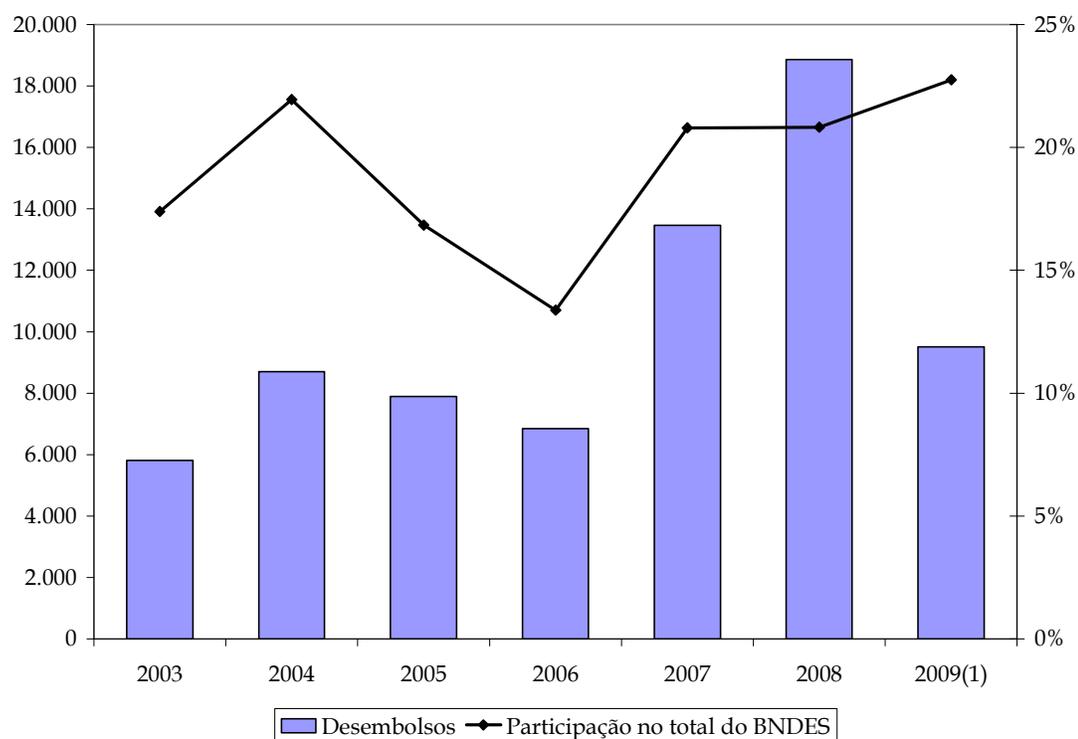
Essa importância - variável - atribuída à infraestrutura também se explicita no outro indicador, já mostrado no Gráfico 2: a participação nos desembolsos totais do BNDES. No acumulado de todo o período, a fatia da infraestrutura nos empréstimos do banco fica em 16,5%, resultado em muito influenciado pelos números de 2005 (14,9%) e 2006 (11,9%), depois de quando o percentual começa a subir em resposta às novas diretrizes e prioridades oriundas do PAC. Mesmo assim, o patamar de 21,6% de 2004 não volta a ser atingido.

Em suma, o relativo “atraso” em relação ao ciclo de crédito mais geral, as interações com o ambiente macroeconômico e com a demanda, e principalmente a forte aceleração em 2007, reforçam a idéia geral da análise do ciclo do crédito do BNDES para a infraestrutura: parece tratar-se de um segmento do crédito corporativo muito mais sensível às diretrizes de política creditícia do que às oscilações na demanda. Além disso, há indicações de que a crise internacional e seus efeitos na economia doméstica tiveram sim impactos na atuação do Banco em relação à infraestrutura - e, logo, de todo o sistema de financiamento do setor no Brasil, dado o papel que cabe a essa instituição. Os dados da primeira metade de 2009, quando olhados junto com os de 2008, parecem indicar uma desaceleração dos impulsos vistos em 2007 - e que aqui foram interpretados como consequência da

retomada do dinamismo econômico e do PAC. No corrente ano, houve forte queda do primeiro fenômeno, mas por outro lado o programa governamental foi ampliado em suas ambições. Como, de fato, o setor de infraestrutura teoricamente não deveria ser guiado pelas oscilações conjunturais do crescimento, seria de se esperar uma manutenção da demanda por crédito se os horizontes de mais longo prazo permanecessem favoráveis.

Porém, sabe-se que os números apresentados até aqui não englobam todos os desembolsos que se considera, nessa pesquisa, típicos do setor de infraestrutura. Não é possível reproduzir todos os cálculos feitos acima para os desembolsos relativos à “construção de infraestrutura” (já definida na Introdução), mas pode-se agregar ao já apresentado as liberações anuais para esse segmento específico, resultando em uma espécie de “Infraestrutura ampliada”. Por esse procedimento, chega-se à figura mostrada no Gráfico 4 – que apresenta semelhanças e diferenças com o que já foi visto.

Gráfico 4. Desembolsos anuais do BNDES para os setores de infraestrutura acrescidos da “Construção de Infraestrutura”, em R\$ milhões e participação no total (%), 2003-2009¹



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

Entre as primeiras, a manutenção de uma trajetória ditada, até 2008, pelo dinamismo econômico em 2004 e pelo lançamento do PAC em 2007. A grande diferença é a trajetória no período após a crise. Ao contrário da evolução mostrada nos Gráficos 1 a 3, quando a definição do setor de

infraestrutura é ampliada para englobar também as construções desse setor, não parece haver a forte desaceleração nos desembolsos antes constatada. Como não é possível calcular nem os valores acumulados em 12 meses nem a taxa de crescimento do primeiro semestre contra o período homólogo de 2008, tal impressão surge da observação da participação relativa nos desembolsos totais do Banco: ao contrário da leve queda visualizada no Gráfico 2, aqui há elevação de cerca de 2 pontos percentuais.

Assim, mesmo precariamente descrita, esta nova figura parece mais positiva e mais condizente com a atuação anticíclica do BNDES, particularmente para um setor que não deveria se guiar por considerações de prazo mais curto. A infraestrutura, tomada aqui em uma definição mais ampla, parece continuar recebendo impulsos positivos das diretrizes governamentais, mesmo que não tão intensos quanto os observados em 2007.

Mapeado o movimento geral dos recursos que tem como ponto de partida o Banco e destinação os empreendimentos e serviços de infraestrutura (passando ou não por outras instituições bancárias repassadoras), cabe examinar, ainda que com menor nível de precisão e de importância, dois outros mecanismos de mobilização de recursos para o setor.

A primeira delas é o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, fundo de natureza para-fiscal também constituinte do segmento de crédito direcionado brasileiro e que, pelas suas regras de operação, deve destinar 30% dos recursos para contratação às áreas de saneamento e infraestrutura urbana (do restante, 60% se dirigem a programas de habitação popular e 10% a operações especiais). Em termos quantitativos, deve ser ressaltado que não se trata necessariamente de recursos adicionais aos já mapeados pelos desembolsos do BNDES, já que suas aplicações podem – e por vezes são – feitas por meio de aportes em algum dos fundos do Banco. Nem representam, obrigatoriamente, operações de crédito bancário (pelo contrário, a maioria envolve aquisições de títulos emitidos no mercado de capitais).

Seja como for, direta ou indiretamente, e respondendo às diretrizes de seu Conselho Curador e tendo como agente operador a Caixa Econômica Federal (que, por sua vez, canaliza os recursos diretamente ou por meio de outras instituições financeiras), o FGTS é uma das principais fontes – efetiva e potencial – de *funding* para fazer frente aos vultuosos projetos e empreendimentos exigidos pelo país, e vem sendo objeto de várias iniciativas e debates visando ao seu melhor aproveitamento nesta tarefa.¹²

A área de infraestrutura é certamente um dos principais objetos – senão o principal – destes

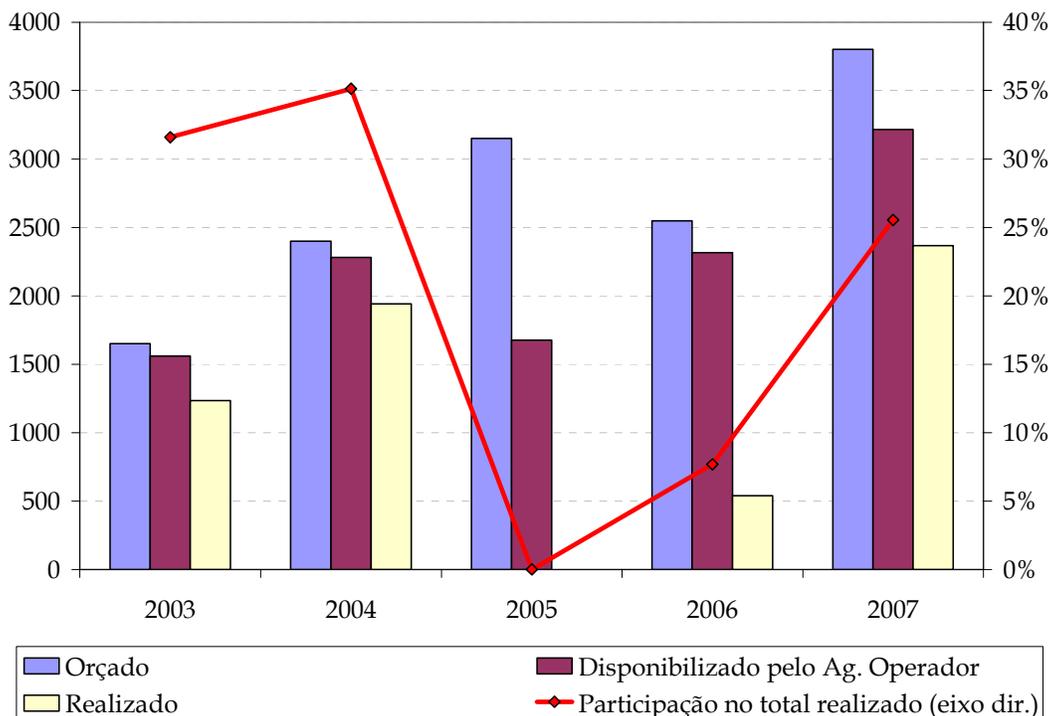
¹² O FGTS também é fonte importante de recursos para a habitação. Para uma discussão aprofundada e recente sobre o fundo, ver Cintra (2007).

esforços, não apenas devido às operações de financiamento correntes do fundo aos setores de infraestrutura urbana e saneamento, mas também por conta do recém-criado FI-FGTS.

Em relação às primeiras, as demonstrações contábeis do FGTS podem ser utilizadas para mapear os montantes – orçados, disponibilizados pela Caixa Econômica Federal às demais instituições financeiras participantes e, finalmente, realizados por estas – envolvidos em obras de saneamento e infraestrutura. Como pode ser visto no Gráfico 5, estes valores apresentam trajetória geral crescente no que se refere ao orçamento do das aplicações do fundo, mas a disponibilização e efetiva realização dos gastos é bem mais variável – chegando a ser nula em 2005. A justificativa é a mesma que envolve outras possibilidades de aplicação de recursos dos fundos para-fiscais no Brasil: a precária situação financeira e os limites legais de endividamento de empresas e órgãos do setor público como comentado na Introdução.

De qualquer forma, os valores desembolsados em 2007 – R\$ 2,4 bilhões – mesmo recordes, seguem pouco significativos, tanto em termos absolutos como diante das necessidades – não chegam a 2% dos valores estimados para o financiamento anual das obras do PAC sob responsabilidade privada e de companhias estatais. No universo total das aplicações do FGTS, a participação também não é tão expressiva: 19,7% dos R\$ 30,9 bilhões aplicados entre 2003 e 2007 e cifras variáveis a cada ano, nunca superiores a 35%, conforme também se vê no Gráfico 5.

Gráfico 5. FGTS: recursos destinados aos setores de saneamento e infraestrutura urbana: valores correntes (R\$ milhões) e participação no total realizado



Fonte: Demonstrações contábeis do FGTS. Elaboração própria.

Já em relação ao FI-FGTS, uma das principais iniciativas do Programa de Aceleração do Crescimento no que se refere ao financiamento, os valores e possibilidades são bem mais amplos. O capital subscrito pode chegar, pela lei que lhe deu origem, a um montante de R\$ 17,1 bilhões (80% do patrimônio líquido do FGTS em 31/12/2006) – quase todo esse total já aprovado pelo Conselho Curador e/ou aportado efetivamente (cerca de R\$ 15 bilhões). O fundo destina-se a prover recursos para investimentos nos setores da infraestrutura nacional, nas áreas de energia, rodovia, ferrovia, hidrovias, portos e saneamento. Dado o montante máximo envolvido – mais de sete vezes o total aplicado nas contratações normais do FGTS em 2007 para saneamento e infraestrutura urbana – trata-se sem dúvida de fonte importante de recursos, mas o acesso a suas estatísticas (assim como aos dados gerais do FGTS) é muito difícil. Matérias na imprensa davam conta de um total de mais de R\$ 9 bilhões investidos em projetos de infraestrutura até janeiro de 2009, em um total de 52 projetos.¹³

Mais recentemente, o balanço do primeiro semestre desse ano do FI-FGTS foi divulgado, e está disponível no site da CVM. Os números mostram um ativo total de R\$ 11,7 bilhões, dos quais 60,1% estão alocados em debêntures emitidas pelo BNDES – recursos, por essa via, transformados em crédito para o setor aqui analisado. Receberam quantidades significativas de recursos, também, as emissões de debêntures da concessionária Madeira Energia SA (13,2% do ativo do fundo), Usiminas (5,14%), Companhia de Concessões Rodoviárias (4,3%), e Centrais Elétricas de Pernambuco, Ferro Norte, ALL e Ferroban (todas com aproximadamente 1,5% do ativo). O restante estava aplicado em cotas de outros fundos ligados à infraestrutura (3%), ações (5%) e mais um percentual mínimo em aplicações interfinanceiras de liquidez e títulos públicos.¹⁴ Tais números, ainda que crescentes, também são tímidos diante das estimativas anteriormente apresentadas como necessárias para financiar o conjunto de obras englobado pelo PAC: somam cerca de 8% das cifras totais.

Por fim, uma outra forma – ainda menos direta – de avaliar os montantes e a evolução do crédito oferecido aos setores de infraestrutura é dada pelo *ranking* elaborado anualmente pela Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID) sobre a participação das instituições financeiras – bancos, corretoras etc. – nesse tipo de financiamento, principalmente enquanto assessores financeiros e estruturadores dos projetos, e menos como emprestadores efetivos de recursos próprios e de órgãos multilaterais. Ou seja, parte do montante desembolsado pelo BNDES e também pelo FGTS, para o financiamento de projetos, é captado por esse levantamento (os números novamente não são, portanto, acréscimos aos totais já apresentados analisado).¹⁵

¹³ Ver Rosa (2009).

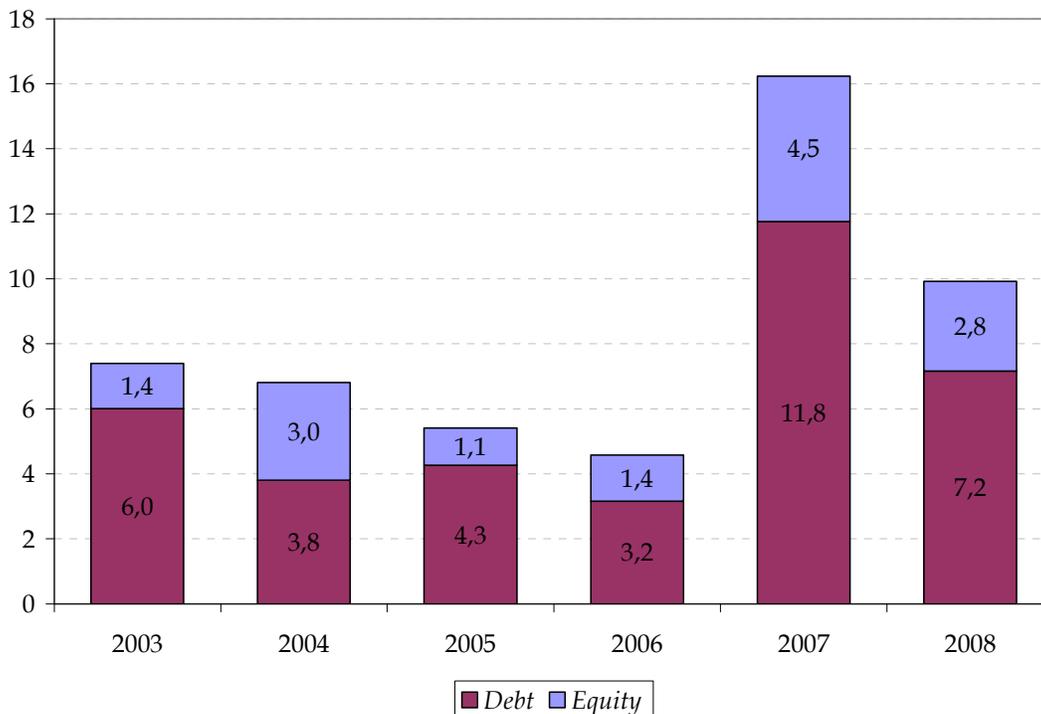
¹⁴ Ver também, sobre esse fundo, Capozoli (2009) e Goulart (2009).

¹⁵ Ver ANBID (2009) e Lucchesi (2009).

Outra ressalva é o fato, discutido no início desta seção, de a modalidade *project finance* ser uma mistura de mecanismos do mercado de crédito com o de capitais – fugindo parcialmente, portanto, do escopo dessa parte da pesquisa. Mesmo que envolva, portanto, financiamento por meio de dívida (*debt*) e participação (*equity*), os números deste levantamento são úteis enquanto evidência complementar para o mapeamento aqui pretendido.

No Gráfico 6, a evolução dos valores totais, separados em *equity* e *debt* mostra uma quantidade de recursos movimentada – em torno de R\$ 16 bilhões e R\$ 10 bilhões nos dois últimos anos – que, a despeito de significativa, também permanece muito aquém das estimativas anteriormente fornecidas de recursos necessários para a viabilização dos projetos. Se os montantes aqui necessários calculados (uma média de R\$ 140 bilhões por ano, a serem cumpridos todos os cronogramas do PAC) parecem exagerados e condicionados a uma programação superestimada, a informação de Lucchesi (2009) – de que existem no país hoje cerca de R\$ 57 bilhões em projetos de concessões já licitadas à espera de financiamento – não torna a situação mais tranqüila.

Gráfico 6. Financiamento de projetos: valores totais investidos, 2003-2008, em R\$ bilhões



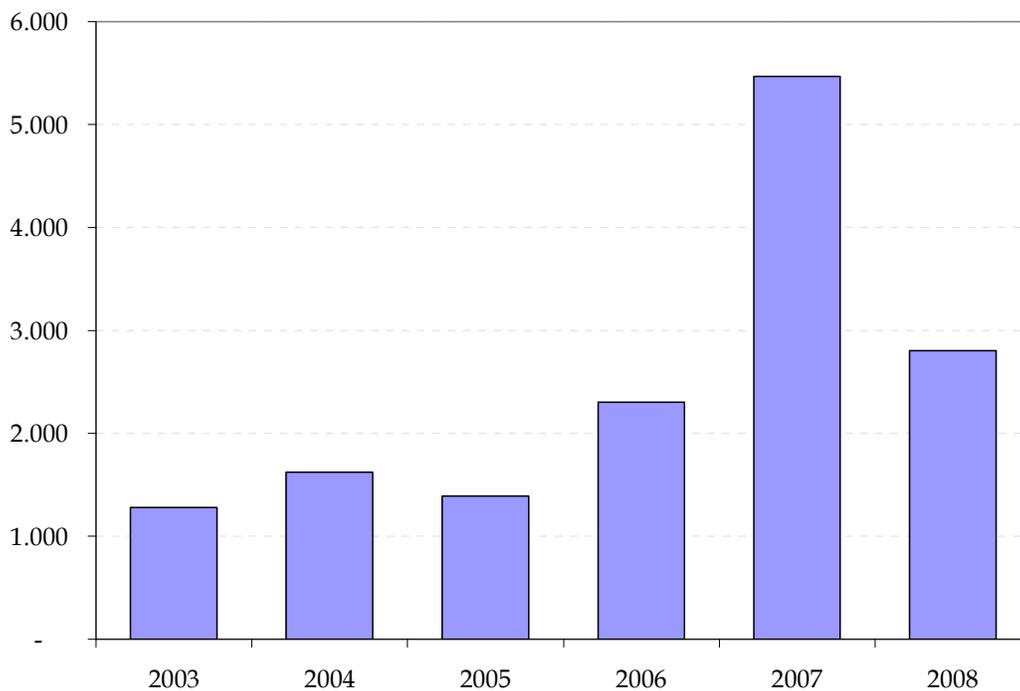
Fonte: ANBID. Elaboração própria.

A tendência ano a ano é compatível com a trajetória descrita acima para os desembolsos do BNDES. Após um período de relativa estabilidade entre 2004 e 2006 – que aqui aparece como clara retração mesmo em termos nominais, há forte crescimento de 2006 para 2007: 254% em termos nominais, que envolve *equity* e *debt* (mas é mais intensa nesta segunda modalidade). A influência das

obras de infraestrutura do PAC em 2007, assim, também fica nítida por esse ângulo. No entanto, a queda de praticamente 39% no total movimentado no ano seguinte, que afeta igualmente as duas modalidades de captação de recursos, parece indicar que os efeitos da crise financeira internacional – mesmo concentrados na segunda metade do ano – foram sentidos de maneira significativa nessa área (refletindo, também, a queda das operações de levantamento de recursos no mercado local de capitais).

Além dos números gerais, pode ser tentada uma estimativa da atuação das instituições financeiras englobadas pelo levantamento enquanto fornecedores de recursos (próprios, no esquema de empréstimos sindicalizados, ou de órgãos multilaterais) para os projetos. Na metodologia adotada pela ANBID, as operações reportadas por cada banco são classificadas em cinco categorias: “Assessor Financeiro de Leilão de Concessão”, “Assessor Financeiro de Financiamento” (presumivelmente a intermediação para a canalização dos recursos de fontes como o BNDES e o FGTS), “Estruturador do projeto” e, finalmente, “Emprestador”.¹⁶ Somando os totais registrados no ranking desta última categoria em cada ano, chega-se aos valores mostrados no Gráfico 7.

Gráfico 7. Financiamento de projetos: valores totais aportados pelos bancos na modalidade “emprestador”, 2003-2008, em R\$ milhões

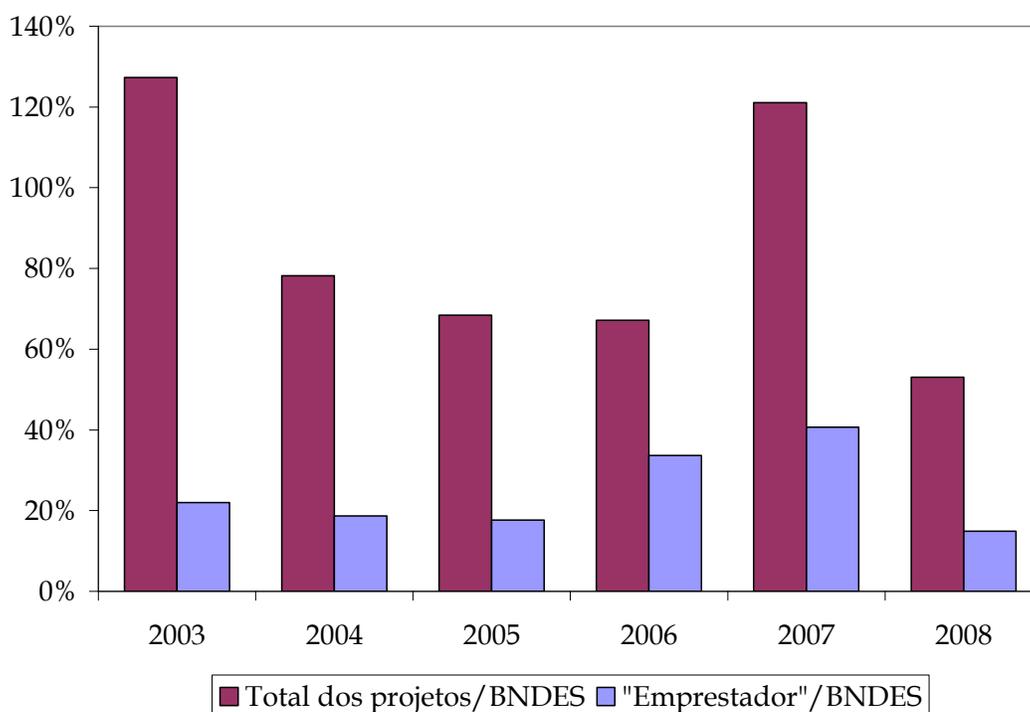


Fonte: ANBID. Elaboração própria.

¹⁶ A metodologia do levantamento está detalhada no site da ANBID: http://www.anbid.com.br/institucional/formularios_metodologias_download/financiamento_projetos/Metod_Financ_Proj07.pdf.

Mais do que a trajetória – coincidente com as tendências discutidas acima, e que revelam um forte aumento no interesse pelo financiamento de projetos em 2007, revertido em 2008 – chamam a atenção os baixos valores envolvidos, na maioria dos anos. O ápice se deu em 2007, com um total que não atinge os R\$ 5,5 bilhões – equivalente (mas não complementar) a 40% dos desembolsos do BNDES para o setor de “infraestrutura ampliada”, tal como definido anteriormente, naquele ano. Na verdade, como explicitado no Gráfico III.8, essa parcela é em média próxima a 25%. Da mesma maneira, o total dos projetos que envolveram esses intermediários financeiros privados (em qualquer uma das modalidades) só foi superior aos números do BNDES para a infraestrutura nos anos de 2003 (como já visto um ano de forte queda dos desembolsos do Banco) e 2007.

Gráfico 8. Comparação entre os valores de financiamento de projetos com os desembolsos do BNDES para a “infraestrutura ampliada”



Fonte: ANBID; BNDES. Elaboração própria.

III. A atuação do BNDES na infraestrutura: perfil setorial e subsetorial

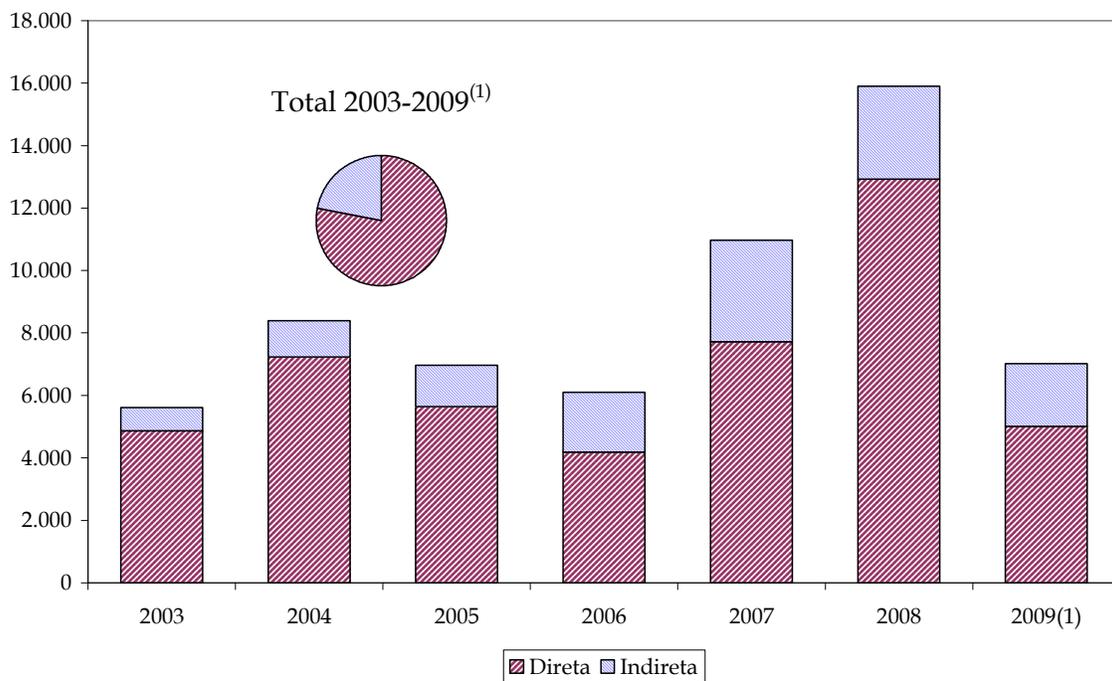
Como já esclarecido, o objetivo geral desta pesquisa é a análise da atuação das diferentes instituições financeiras na concessão de crédito à infraestrutura. Como o BNDES desempenha função ímpar nesse caso – e não se trata de ser apenas o agente mais importante; ele é a “matriz” da quase totalidade dos recursos emprestados – reserva-se as próximas páginas para uma análise mais detalhada de sua atuação. Não fosse por essa posição peculiar, este exame especial também se justificaria pela disponibilidade e padronização dos números do Banco, que estão longe de se repetirem para os demais agentes do sistema, como ficará claro mais à frente.

Respeitando as definições apresentadas na Introdução, os desembolsos do BNDES podem ser apresentados segundo várias aberturas: modalidade (direta ou indireta); produto do Banco; porte da empresa beneficiada; e agente financeiro repassador (no caso dos financiamentos indiretos). Ainda, é possível dividir os dispêndios segundo o subsetor e, dentro de quase todos eles, em cada uma das quatro aberturas mencionadas. Optou-se aqui pela apresentação dos dados, preferencialmente, por meio de gráficos.

III.1. A atuação do BNDES no agregado do setor de infraestrutura

A primeira abertura, retratada no Gráfico 9 para o conjunto mais restrito dos setores de infraestrutura¹⁷ - Água e esgoto; Eletricidade e gás; e Telecomunicações - é aquela que divide os empréstimos do BNDES em diretos e indiretos. Explicita-se assim em que medida o Banco não apenas fornece os recursos para financiamento das atividades em tela, mas também envolve outros agentes do sistema financeiro.

Gráfico 9. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por modalidade, 2003-2009¹, em R\$ milhões



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

A distribuição é bastante desequilibrada em favor da modalidade direta: dos quase R\$ 61 bilhões emprestados à infraestrutura do início de 2003 ao primeiro semestre de 2009, 78% foi

¹⁷ Os números detalhados do subsetor de Construção de Infraestrutura são analisados em separado na seção seguinte, ao lado dos demais subsetores.

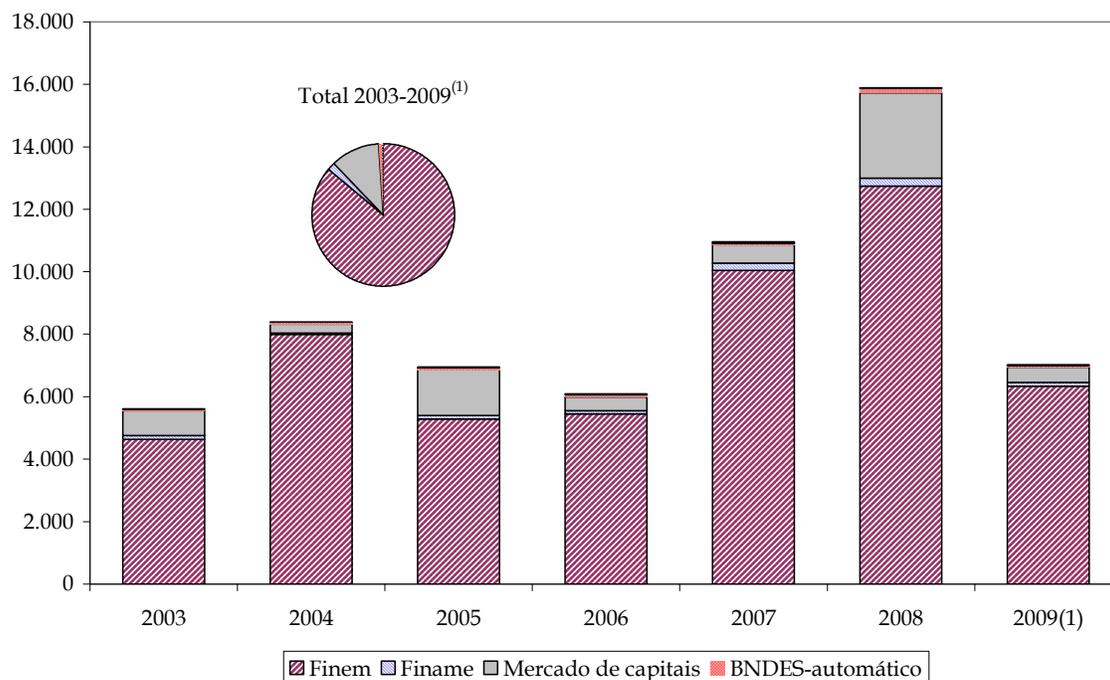
destinado de maneira direta e apenas 22% por meio de outros bancos. Tal predomínio nunca foi inferior a 68% no período todo, e seu auge se deu justamente no ano inicial da série: 87% dos desembolsos em 2003, pico após o qual a parcela se reduz até os 69% de 2006. A arrancada dos financiamentos incentivada pelo PAC, em 2007 e 2008 significou a ampliação das operações diretas (81% em 2008), mas o primeiro semestre de 2009, na esteira dos efeitos da crise internacional, reduz essa participação em 10 pontos percentuais. Esse último resultado é até certo ponto inesperado, dada a maior facilidade de fazer política creditícia anticíclica na modalidade direta. Os anteriores confirmam a hipótese de que a mudança de patamar incentivada pelo PAC foi operacionalizada pelo BNDES mais diretamente do que envolvendo bancos privados e outros repassadores.

Mas, em suma, para esses setores aqui englobados, o impacto da crise parece se confirmar inclusive sobre o desempenho direto do próprio Banco.

Quando se observa a divisão por produtos financeiros (Gráfico 10), o predomínio do Finem (destinado a financiamento de empreendimentos, com valor mínimo de financiamento de R\$ 10 milhões) é notório – 86% do total do período – e esperado, dadas as características específicas do setor. Em um certo sentido, esses seriam os financiamentos típicos aos projetos de infraestrutura, e sua trajetória específica – forte queda em 2005 e estagnação em 2006, mas expansão de mais de 80% em 2007 e de quase 30% em 2008 ou – corroboram a hipótese de fundo de que as diretrizes do PAC tiveram impacto significativo na sanção, pelo Banco, da demanda ampliada pelos financiamentos a grandes projetos.

Dos outros produtos, o maior destaque vai para as operações de mercado de capitais: 11% do total, com auge em 2008: 17%. Tais desembolsos não são propriamente operações de crédito bancário, mas respondem às diretrizes do Banco de fortalecer e desenvolver esse segmento do sistema financeiro nacional, destinando-se à aquisição de papéis (principalmente debêntures) emitidos por empresas e projetos dos setores de infraestrutura (principalmente nos subsetores de Telecomunicações e Água, esgoto e lixo, como pode ser constatado mais adiante). Já o Finame – exclusivamente indireto e destinado ao financiamento para produção e comercialização de máquinas e equipamentos novos – responde por 1,6% e claramente está ligado a atividades auxiliares ou a pequenos investimentos dos grandes projetos nesse setor.

Gráfico 10. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por produto, 2003-2009¹, em R\$ milhões



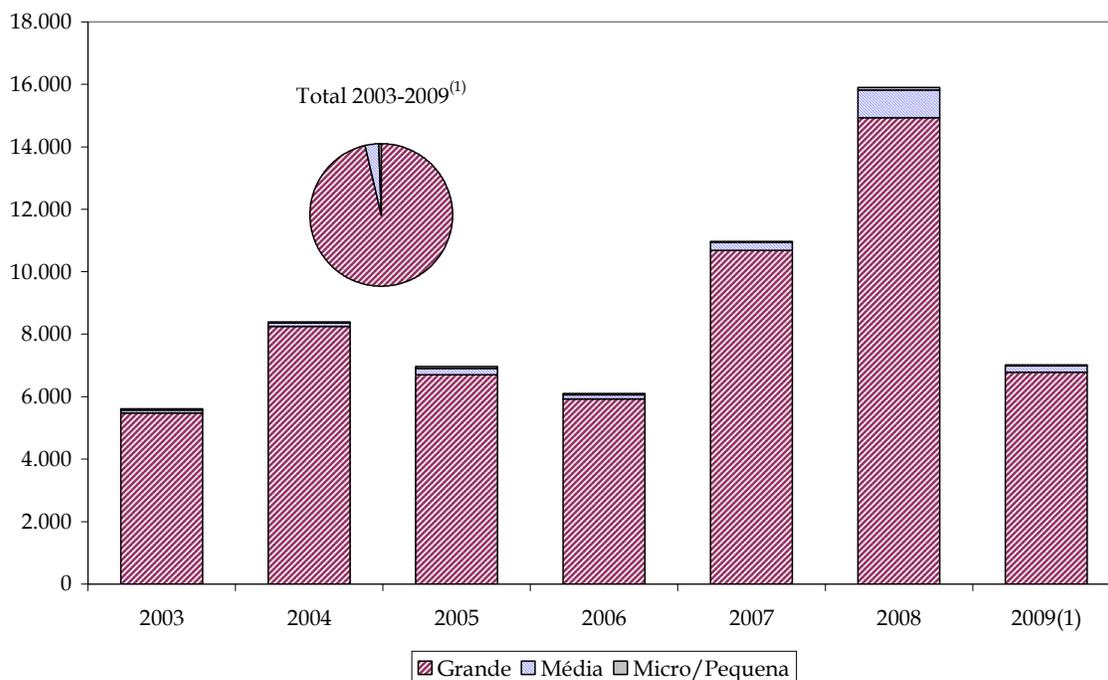
Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. **Tabulação especial. Elaboração própria.**

Nota:

1. Primeiro semestre.

A abertura seguinte, mostrada no Gráfico 11, é por porte da empresa tomadora do financiamento. O resultado principal – predomínio absoluto das grandes empresas, que absorveram nada menos do que 96% dos recursos destinados ao setor nos seis anos e meio em tela – também é esperado pelos altos investimentos e indivisibilidades que marcam o setor. Nota-se, apenas no ano de 2008, algum ganho de importância das empresas médias (que chegam a 5,5% do total), mas sem qualquer ligação aparente com diretrizes de política ou evolução de prazo mais longo. Os determinantes dessa concentração parecem mesmo ser técnicos e estruturais, e se repetem com poucas variações entre os subsetores que compõem esse conjunto, como será visto abaixo.

Gráfico 11. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por porte da empresa, 2003-2009¹, em R\$ milhões



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

Por fim, resta o detalhamento dos agentes repassadores – ainda englobando o conjunto mais restrito dos subsetores de infraestrutura – que está resumido na Tabela 2. Estão explicitadas todas as instituições que atingiram pelo menos 1% do total repassado pelo Banco ao longo de todo o período. O interesse aqui vai além da análise do relacionamento do Banco com os demais agentes; tal levantamento já fornece elementos importantes para o exame desses agentes em si no setor de infraestrutura, que será aprofundado na próxima seção.

Do total de quase 22% dos desembolsos do Banco intermediados por outros agentes, o Banco do Brasil é o que se destaca em primeiro lugar nessa lista, com 15,6% dos recursos repassados ao longo do período todo, resultado que se deve ao forte aumento da sua atuação em 2006 e 2007 – anos em que apresenta taxas de expansão de quase 390% e de 52%, respectivamente.

Na lista que se segue, figuram vários dos grandes bancos públicos e privados atuantes no país, como Bradesco, Unibanco, Itaú por meio de algumas das suas subsidiárias, Santander, Votorantim, Caixa Econômica Federal, ABN AMRO Real e Safra. Em geral todos eles têm trajetória crescente nesta atuação ao longo do período analisado, em um movimento um pouco mais suave do que o verificado no Banco do Brasil. No importante ano de 2007 (quando os desembolsos totais crescem 80% frente ao ano anterior, e os indiretos 70%) os agentes que mais se expandem nessa função são dois dos maiores

bancos privados nacionais – Bradesco crescendo quase 300% e passando de 10% para 24% do total indireto e Itaú BBA, com expansão de 190% e participação se ampliando de 5% para 8,5%. Mas no primeiro caso essa elevação relativa se dilui nos dois anos seguintes: a parcela do Bradesco passa a 13,7% em 2008 e 11,2% na primeira metade de 2009, enquanto a do Itaú BBA ainda cresce para 16,25% em 2008 e 11,6% em 2009.

Tabela 2. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por agente financeiro repassador, 2003-2009¹, em R\$ milhões

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009(1)	Total	Participação ⁽²⁾
BANCO DO BRASIL S/A	9,2	191,8	84,9	414,5	631,2	442,1	306,5	2.080,1	15,6%
BANCO BRADESCO S/A	77,7	139,4	197,4	195,3	777,9	408,0	224,5	2.020,2	15,1%
UNIBANCO-UNIAO DE BANCOS B	117,2	227,9	330,6	251,7	337,6	490,9	188,5	1.944,4	14,5%
BANCO ITAU BBA S/A	248,0	281,9	178,2	95,1	275,9	484,2	232,6	1.796,0	13,4%
BANCO SANTANDER S/A	3,4	6,9	78,5	112,2	316,2	243,5	158,5	919,3	6,9%
BANCO VOTORANTIM S/A	0,0	0,9	170,8	141,8	253,7	229,3	94,8	891,4	6,7%
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	0,3	0,8	2,7	44,1	60,3	302,3	364,0	774,5	5,8%
BANCO REG.DES. EXTREMO SUL	48,3	57,6	45,4	189,6	49,3	41,6	65,9	497,6	3,7%
BANCO ALFA DE INVESTIMENTO	52,5	33,5	67,4	116,0	84,2	56,9	14,3	424,8	3,2%
BANCO ABN AMRO REAL S/A	5,6	45,9	27,7	138,7	70,4	56,7	3,3	348,4	2,6%
BANCO SAFRA S/A	3,9	63,6	22,1	54,7	105,8	73,2	18,8	342,0	2,6%
CAIXA EST. AG.FOMENTO/RS	2,1	22,4	21,7	39,7	31,5	8,6	53,7	179,7	1,3%
BANCO ITAU S/A	75,2	12,8	7,3	0,6	23,0	25,8	8,9	153,5	1,1%
OUTROS	104,7	79,9	86,8	116,0	232,3	115,9	263,7	999,3	7,5%
TOTAL INDIRETO	748,0	1.165,2	1.321,4	1.910,2	3.249,4	2.979,0	1.998,0	13.371,2	21,9%
TOTAL	5.609,4	8.397,5	6.962,4	6.099,5	10.973,8	15.905,1	7.015,1	60.962,7	100,0%

Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

2. Refere-se às participações no total indireto (à exceção da penúltima linha, que indica a porcentagem deste em relação ao total geral)

Dos estrangeiros, o Santander é o único grande destaque, com quase 7% do total dos repasses e um dos maiores saltos em 2007, quando amplia sua fatia de 5,9% para 9,7% (crescimento de 182%) e a reduz levemente nos anos seguintes (8,2% e 7,9%). Outro estrangeiro presente na lista, o ABN Amro com 2,6% do total, tem mais relevância antes da expansão dos montantes: chega a 7,3% do total indireto em 2006, mas perde espaço até os 0,2% em 2009. Alguns bancos especializados nesses repasses – como o Alfa – além de agências de desenvolvimento regionais e estaduais (ambas do Sul do país) também se fazem presentes.

Descontadas algumas particularidades, portanto, o quadro sugere a repetição, nesta atividade específica de repassador de recursos do BNDES para o setor de infraestrutura, da concorrência presente no setor bancário brasileiro como um todo. Sugere também que o PAC, no que se refere ao financiamento da infraestrutura por meio do BNDES, parece ter sido capaz de envolver e dinamizar os grandes bancos privados brasileiros, ao mesmo tempo em que se apoia, crescentemente, no principal dos bancos públicos.

Outros pontos a destacar seria a baixa participação de bancos estrangeiros nesta lista e, por outro lado, o impacto que a fusão entre Itaú e Unibanco tende a representar para a concorrência entre os privados: somados todas as subsidiárias de Itaú e Unibanco, a parcela chega a quase o dobro da

mesma somatória para o grupo Bradesco (29% a 15%).

Quando a análise de todos os repasses é feita pela natureza do capital da instituição (Tabela 3 e Gráfico 12), alguns traços já insinuados se confirmam. A parcela dos estrangeiros é de fato reduzida para o período como um todo (12,4%), não tendo nunca superado os 17% e apresentando tendência de queda desde 2007. Já os públicos, apesar da liderança do Banco do Brasil e da presença de instituições públicas regionais e estaduais com destaque, estão em grande inferioridade em relação aos privados nacionais na somatória total (29% contra 25%).

Tabela 3. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por natureza do capital do agente financeiro repassador, 2003-2009¹, em R\$ milhões

Natureza do Capital	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ⁽¹⁾	Total	% Particip.
Público	67,8	317,5	179,2	738,0	811,7	823,8	991,1	3.929,0	29,4%
Privado Nacional	632,0	778,6	1.015,3	882,7	1.886,2	1.794,6	790,7	7.780,1	58,2%
Estrangeiro	48,3	69,1	127,0	289,5	551,5	360,6	216,2	1.662,1	12,4%
Total Indireto	748,0	1.165,2	1.321,4	1.910,2	3.249,4	2.979,0	1.998,0	13.371,2	100,0%

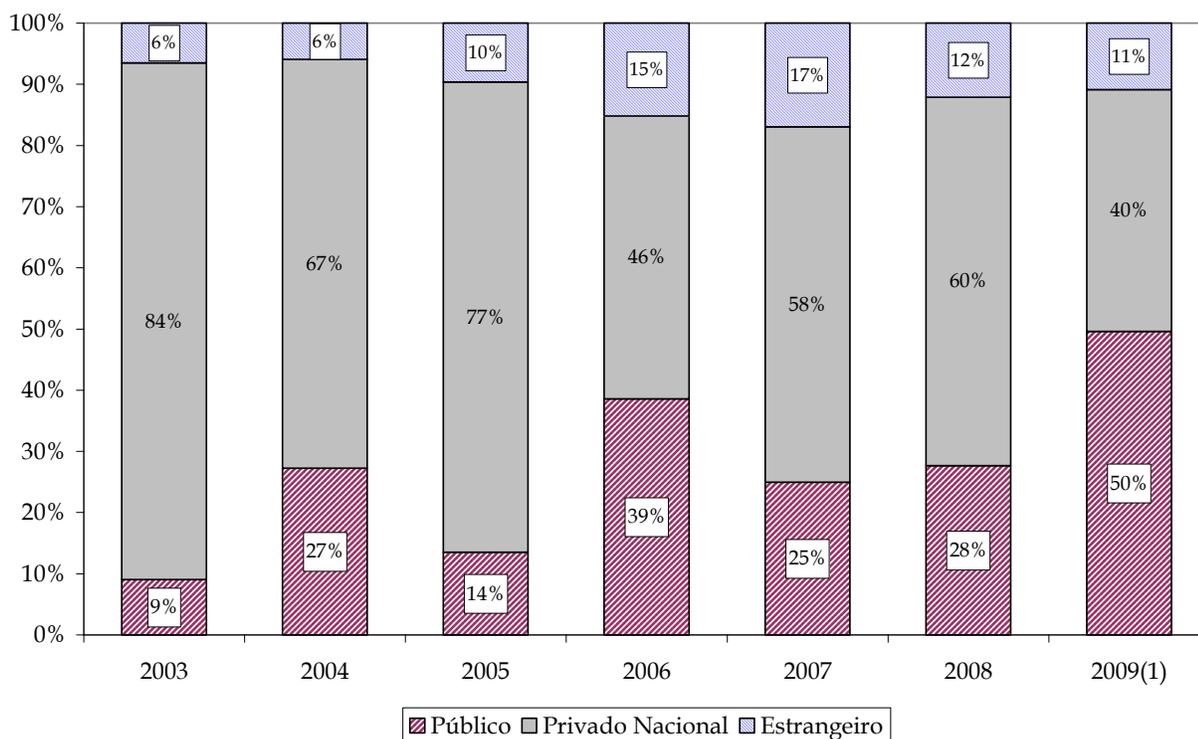
Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

Porém nessa disputa, como mostra a própria trajetória do BB na Tabela V.1, há sim um forte componente cíclico: as parcelas vêm mudando ao longo dos últimos anos. O auge do predomínio privado se deu em 2003 (84,5% do total indireto), e até 2005 nunca foi inferior a 65%. Mas desde o ano seguinte as parcelas são menores, com o espaço sendo ocupado primeiro pelos estrangeiros (até 2007) e depois pelos públicos. No primeiro semestre de 2009 são esses últimos bancos que assumem a liderança, de forma absoluta inclusive (50% dos recursos repassados, contra 39% dos privados nacionais). Trata-se de mais uma demonstração do uso destas instituições para fins de política anticíclica de crédito, mesmo em um setor onde os desembolsos (e a própria demanda, como já visto) foram afetados pela crise financeira. De todo modo, na fase de ascensão ditada pelo PAC até 2008, não pareceu haver ganho de importância do setor bancário público como um todo: na realidade, tal parcela cai 14 pontos percentuais em relação ao patamar de 2006.

Gráfico 12. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por natureza do capital do agente financeiro repassador, 2003-2009¹, em % do total



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

Estas e outras questões são desdobradas na seção IV, que detalha na medida do possível a atuação individual de alguns dos agentes mais importantes do sistema financeiro nacional nesses setores. Antes disso, porém, cabe analisar a atuação do BNDES em cada um dos diferentes subsetores de infraestrutura – o que, inclusive, fornecerá mais subsídios para o exame do papel de cada um dos demais bancos atuantes nesse segmento.

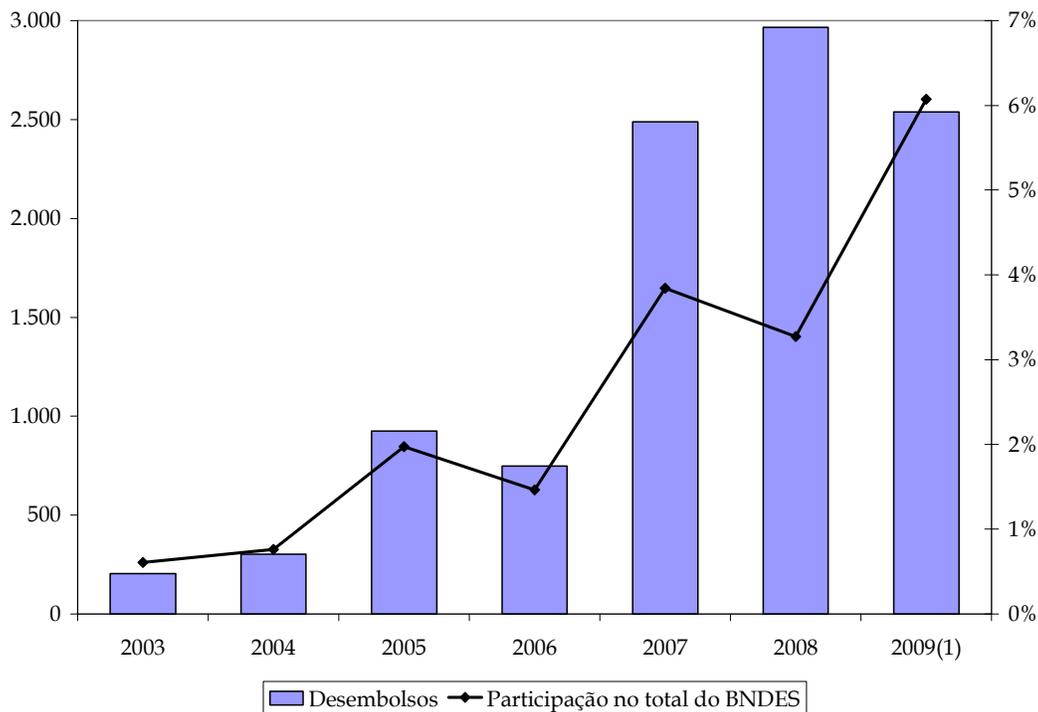
III.2. A atuação do BNDES nos diferentes subsetores de infraestrutura

Os números dos desembolsos do BNDES para a infraestrutura vinham sendo apresentados até aqui, à exceção do Gráfico 4, de maneira agregada, englobando os setores de Água, esgoto e lixo; Eletricidade e gás; e Telecomunicações. Para essa subseção, no entanto, é possível apresentar os números já incorporando o subsetor de “Construção de Infraestrutura”, para os valores totais e para quase todas as aberturas: modalidade (direta ou indireta), produto e porte da empresa. Apenas para os agentes financeiros não é possível separar as diferentes atividades de Construção (motivo pelo qual o detalhamento dos repasses é feito no relatório referente ao crédito imobiliário).

A primeira tarefa é, então, detalhar esta parte da infraestrutura relacionada à construção. No Gráfico 13 vão mostrados tais desembolsos anuais e a sua participação nas liberações totais do banco

em cada período.¹⁸

Gráfico 13. Desembolsos anuais do BNDES para “Construção de Infraestrutura”, em R\$ milhões e participação no total (%), 2003-2009¹



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

Olhando para trás, o que parecia uma forte aceleração em 2007 nos números vistos acima para o resto da infraestrutura, aqui surge como uma mudança mais significativa ainda de patamar. Naquele ano, os desembolsos atingiram R\$ 2,5 bilhões, vindos de menos de R\$ 750 milhões em 2006, uma taxa de crescimento de 232%. A diferença – positiva – é o fato de que o movimento permanece em 2008 (os desembolsos crescem mais 19%, para quase R\$ 3 bilhões) e, mais importante, parecem se acelerar de maneira surpreendente em 2009, enquanto as demais atividades de infraestrutura assistiam forte desaceleração, como visto acima. O total desembolsado no primeiro semestre do ano corrente foi de R\$ 2,51 bilhões, já superior ao total de 2007 e mais de 85% do montante de 2008. Essa forte ascensão se traduziu em ganho de participação nas atividades do Banco: mais de 6% na primeira metade de 2009, vindo de patamares bem inferiores a isso no início da década (sempre inferiores a 2% até 2006).

Nesse segmento específico do financiamento à infraestrutura, portanto, nota-se não apenas a presença marcante do PAC, mas também da política anticíclica do BNDES diante das dificuldades do

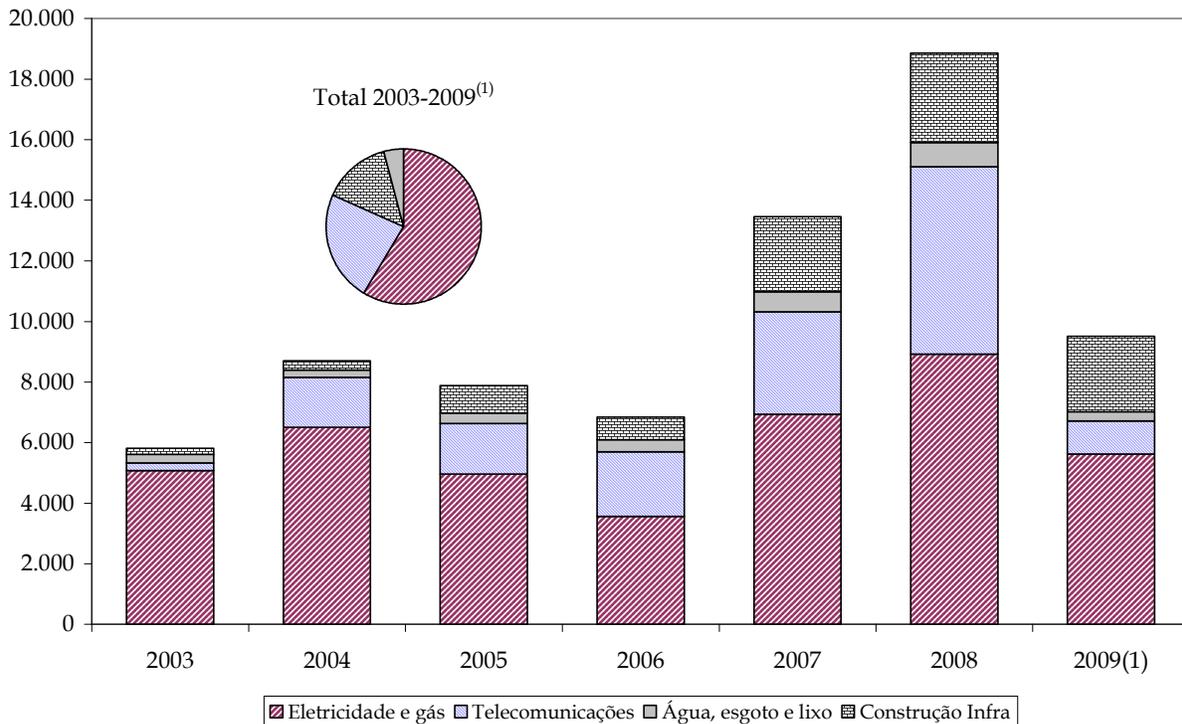
¹⁸ Foram considerados como pertencentes ao setor de infraestrutura os desembolsos destinados a todas as atividades classificadas com códigos CNAE iniciados em F42, de acordo com definições do IBGE disponíveis em <http://www.cnae.ibge.gov.br/>. A lista das atividades de construção consideradas aqui como “Construção de Infraestrutura” e as consideradas “Construção Imobiliária” é apresentada no Quadro A1 no Anexo.

final de 2008, e na primeira metade de 2009.

Se tais informações forem incorporadas aos demais subsetores de infraestrutura, chega-se aos totais da “Infraestrutura ampliada”, já apresentados no Gráfico 4 e cuja divisão é agora mostrada no Gráfico 14. Para o período todo, predominam as liberações para Eletricidade e gás: 58,5% dos desembolsos, contra 23% de Telecomunicações; 14,2% de Construção de Infraestrutura e 4,2% de Água, esgoto e lixo. Em todos os anos observados, Eletricidade e gás foi sempre o mais importante, mas tal predominância caiu continuamente até 2008: de 87% para 47%, com taxa média de crescimento anual entre 2004 e 2008 praticamente nula, devido às fortes quedas de mais de 30% em 2005 e 2006. Trajetória quase simétrica descrevem os desembolsos para Telecomunicações, que partem de apenas 4% em 2003, mais do que quadruplicam tal parcela em 2004 e seguem crescendo até os 32,8% de 2008. Se na primeira metade de 2009 estas duas categorias mais importantes voltam a se distanciar (59% para Eletricidade e gás e 11% para Telecomunicações), este é o período de maior destaque para a Construção de Infraestrutura, que atinge 26,2%, na trajetória ascendente (mesmo depois da crise) já descrita acima. Sua taxa de crescimento anual, positiva em todos os anos à exceção de 2006, chega a 70% em 2007 e na média entre 2004 e 2008 atinge 36,6%.

Água, esgoto e lixo, por sua vez, é o setor com resultados mais tímidos: não apenas fica sempre em torno dos 4% dos desembolsos para o setor, mas também apresenta taxas de crescimento relativamente baixas mesmo depois de 2007 (na média, 17% ao ano). Essa pouca expressão do subsetor chama a atenção pela relevância das atividades envolvidas – é tido como uma das carências estruturais mais importantes do país – e tem como possíveis explicações os já comentados limites de endividamento bastante estritos impostos ao setor público, importantes, dada a predominância absoluta de empresas estaduais e municipais nesse subsetor. Mesmo com o relaxamento recente desses limites, os impactos sobre os financiamentos do BNDES para saneamento não são muito expressivos. Para esse resultado também contribui, provavelmente, a atuação da Caixa Econômica Federal, a partir de outra fonte de recursos direcionados, o FGTS (como comentado no primeiro relatório e na última seção deste).

Gráfico 14. Desembolsos do BNDES para os subsetores de infraestrutura, por subsetor, 2003-2009¹, em R\$ milhões



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

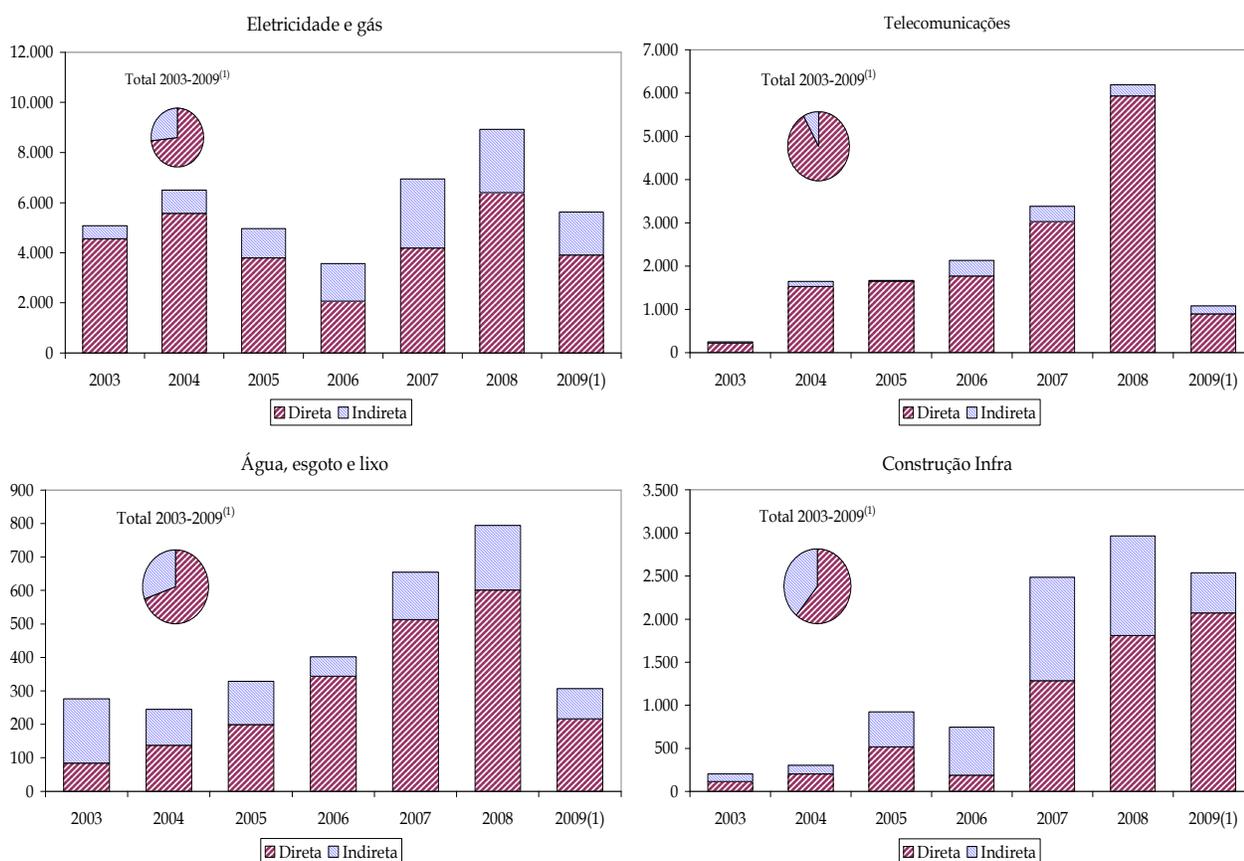
1. Primeiro semestre.

Explicitadas as importâncias relativas de cada subsetor, pode-se passar à análise de cada um deles de acordo com as aberturas disponíveis. Quando são observados sob o prisma das modalidades de crédito envolvidas (Gráfico 15), em conjunto com as outras aberturas apresentadas nos Gráficos 16 e 17 e na Tabela 4, a realidade se mostra um tanto heterogênea.

De um lado, a monótona predominância dos desembolsos diretos em Telecomunicações, com 92% no total e sempre em mais de 80%, indicando haver pouco espaço para a atuação dos demais agentes financeiros nesse ramo. De outro, predomínios menos acentuados da modalidade direta nos outros três, que não se alteram significativamente após a elevação, generalizada, dos totais em 2007.

O subsetor mais bem distribuído é o de Construção de Infraestrutura (61% a 39%), indicando portanto um maior espaço para a atuação dos demais bancos. Infelizmente, no entanto, os dados disponíveis não permitem discriminar tais agentes repassadores apenas para essas atividades de construção (ao contrário dos outros subsetores, como mostrado na Tabela 4.).

Gráfico 15. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por subsetor e modalidade, 2003-2009¹, em R\$ milhões



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

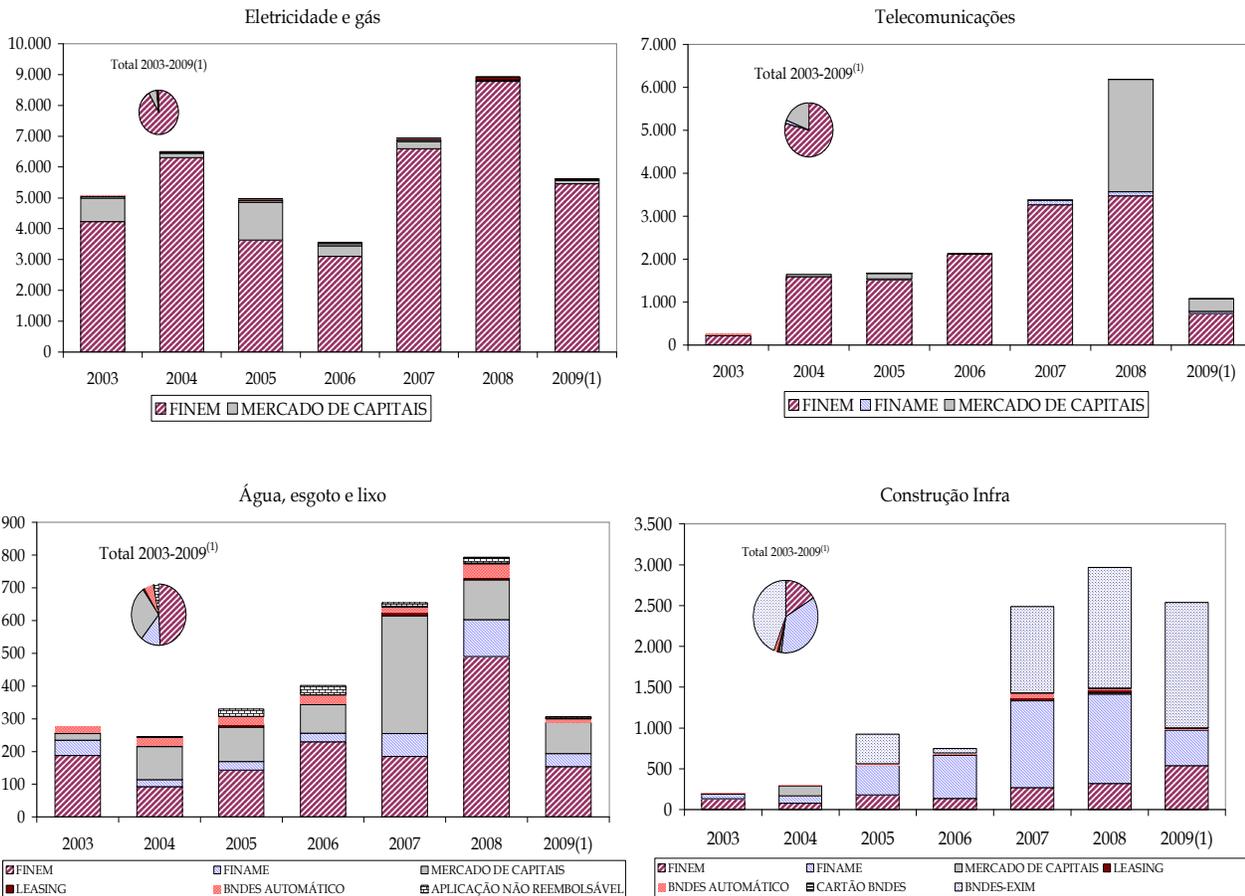
Em termos de produto e porte (Gráficos 16 e 17, respectivamente), apesar de haver um protagonismo relativo do Finem e de maneira absoluta das grandes empresas, há casos específicos que merecem atenção especial.

Um deles é a grande importância das operações de mercado de capitais em um ano específico no setor de Telecomunicações: R\$ 2,6 bilhões, mais de 40% do total, em 2008. Isso se deve provavelmente a uma operação específica e especial naquele ano. Nesse subsetor, praticamente só há crédito para grandes empresas, aquelas que têm acesso muito mais fácil ao mercado de capitais, e que abocanham 99,8% dos financiamento aqui observados.

As operações de compra de títulos – que chegaram a ter destaque para Eletricidade e gás em 2003 e 2005 – se revelam importantes também para o setor de Água, esgoto e lixo (quase 30% do total, com uma distribuição mais uniforme ao longo do tempo). Nesse caso, a emissão de debêntures e ações por empresas como a Sabesp, de SP, parece ter sido apoiada de maneira relevante pelo BNDES. Seria uma forma de atenuar a fraca participação do Banco nesse subsetor, ainda que os valores envolvidos sejam baixos. Este setor apresenta uma participação ligeiramente superior para as médias e pequenas

empresas receptoras de recursos do Banco: 3,8% e 4,9% respectivamente. Esta última informação parece relacionada a outra peculiaridade neste caso: uma participação um pouco mais significativa dos desembolsos por meio do BNDES Automático - que se destina a montantes de até R\$ 10 milhões justamente para empresas menores.

Gráfico 16. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por subsetor e produto, 2003-2009¹, em R\$ milhões



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

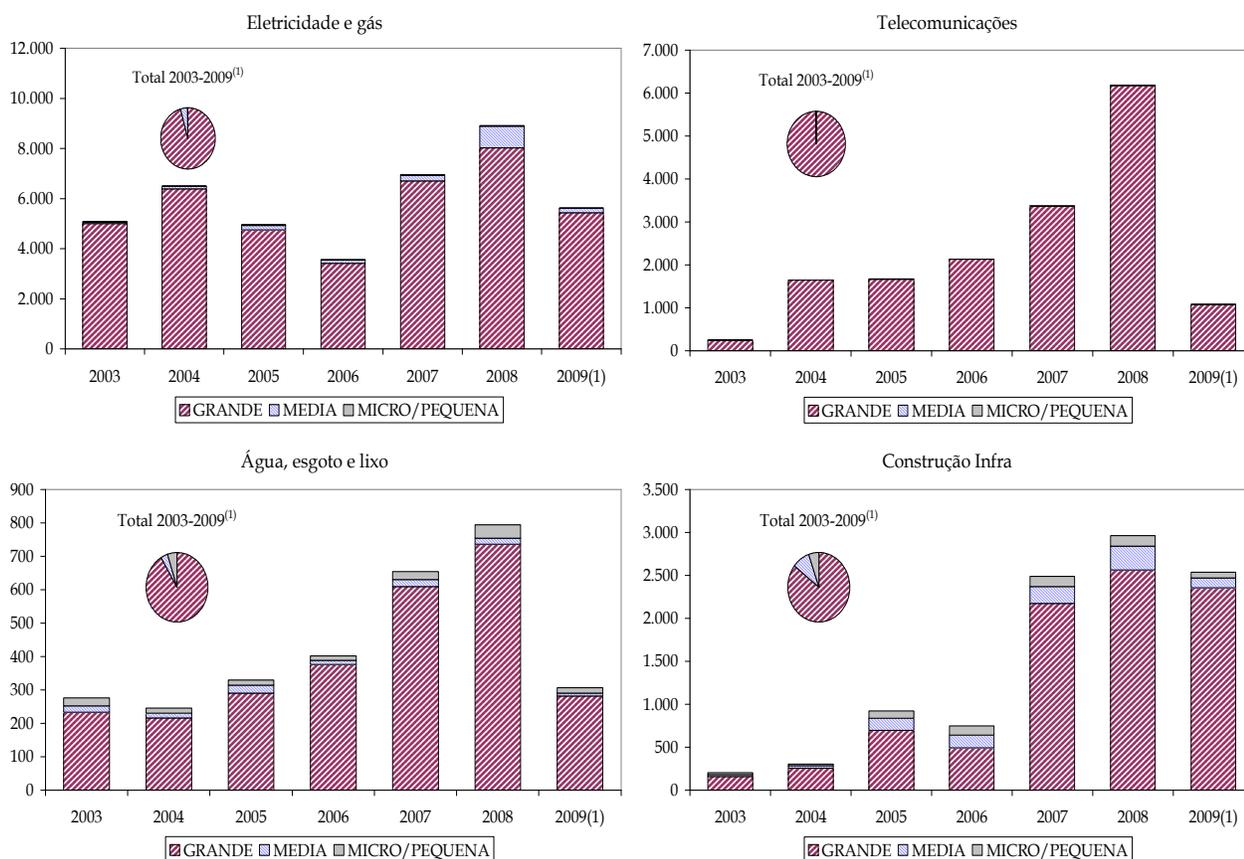
Nota:

1. Primeiro semestre.

Mas sem dúvida o subsetor que mais foge ao padrão é o de Construção de Infraestrutura. Não tanto pela parcela um pouco maior de recursos fornecidos a médias (9,2%) e pequenas empresas (5,4%), mas sim pela maior variedade de produtos utilizados. A presença do Finem é bem menos significativa (apenas 16,4%), e se destacam o Finame (35,8%) e principalmente o BNDES-Exim (44%). No caso do Finame - exclusivamente indireto e destinado ao financiamento para produção e comercialização de máquinas e equipamentos novos - a motivação é provavelmente a necessidade de compra de equipamentos auxiliares às atividades de construção, como guindastes, tratores, veículos para terraplenagem etc. A grande participação do Caterpillar Financial S/A - ligado à principal

empresa produtora de tais equipamentos – nas atividades de repasse para Construção como um todo (mostrada no relatório referente ao crédito imobiliário) é forte indício nessa direção.

Gráfico 17. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por subsetor e porte da empresa, 2003-2009¹, em R\$ milhões²



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

Já o grande peso BNDES-Exim tem explicação mais importante: é este o canal pelo qual os desembolsos do BNDES financiam os investimentos em infraestrutura de empresas brasileiras no exterior, principalmente nos países da América do Sul. No caso, se está financiando a exportação da construção de hidrelétricas, pontes, estradas etc. Isso também ocorre no caso da operação desses empreendimentos (registrados como exportação de serviços de engenharia e outros). Trata-se de movimento importante que, apesar de não financiar propriamente a infraestrutura no país, reforça a internacionalização de construtoras e empresas brasileiras, contribui para a integração física e financeira do subcontinente e expande os limites geográficos de atuação do Banco. Nesta direção, foi anunciada recentemente a instalação de um escritório do BNDES em Montevideú, e calculava-se que o total da sua carteira de projetos (aprovados e em análise) na América do Sul atingisse U\$ 15,6 bilhões (Leo, 2009).

Por fim, no que tange à atuação dos agentes financeiros, as impressões já adiantadas a partir

dos números gerais agora podem ser esmiuçadas. A Tabela 4 retrata essa atuação explicitando as cinco instituições mais importantes em cada subsetor, com a exceção de Construção de Infraestrutura, cujos números nessa abertura só podem ser apresentados em conjunto com o resto das atividades de construção, no relatório referente ao crédito imobiliário.

Tabela 4. Desembolsos do BNDES para os setores de infraestrutura, por subsetor e agente financeiro repassador, 2003-2009¹, em R\$ milhões²

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009(1)	Total	% Particip.	
Eletricidade e gás	BANCO BRADESCO S/A	60,7	94,3	191,9	119,4	722,0	358,7	172,8	1.719,6	15,5%
	BANCO ITAU BBA S/A	215,1	229,5	161,4	95,1	263,8	473,7	220,1	1.658,7	14,9%
	BANCO DO BRASIL S/A	1,1	179,6	84,2	274,4	513,7	348,1	241,8	1.642,9	14,8%
	UNIBANCO-UNIAO DE BANCOS BRASILEIRO ³	65,0	168,1	292,5	197,1	250,9	412,5	180,0	1.566,1	14,1%
	BANCO VOTORANTIM S/A	0,0	0,9	170,8	122,4	211,1	205,6	69,8	780,6	7,0%
	OUTROS	178,5	267,5	268,0	680,6	794,0	728,6	839,9	3.757,1	33,8%
	TOTAL INDIRETO	520,3	940,0	1.168,7	1.488,9	2.735,4	2.527,2	1.724,4	11.125,0	26,7%
TOTAL	5.081,5	6.507,0	4.962,7	3.564,3	6.940,3	8.923,3	5.627,3	41.606,4	100,0%	
Telecomunicações	BANCO DO BRASIL S/A	3,7	2,1	0,4	137,6	105,7	72,1	59,2	380,7	28,5%
	BANCO BRADESCO S/A	1,9	39,5	1,2	61,6	47,7	33,8	27,7	213,3	16,0%
	UNIBANCO-UNIAO DE BANCOS BRASILEIRO ³	0,3	37,3	0,0	45,5	62,0	39,4	7,4	192,0	14,4%
	BANCO SANTANDER S/A	1,3	0,0	0,0	30,4	56,6	50,0	44,1	182,4	13,7%
	BANCO SAFRA S/A	0,0	0,8	0,6	37,5	20,6	27,9	7,9	95,2	7,1%
	OUTROS	28,2	38,2	20,4	51,3	59,7	35,6	37,1	270,6	20,3%
	TOTAL INDIRETO	35,4	117,8	22,5	363,9	352,4	258,7	183,4	1.334,2	8,2%
TOTAL	251,5	1.645,4	1.670,5	2.133,7	3.379,2	6.187,8	1.080,9	16.348,9	100,0%	
Água, esgoto e lixo	UNIBANCO-UNIAO DE BANCOS BRASILEIRO ³	51,9	22,5	38,1	9,1	24,6	38,9	1,1	186,3	20,4%
	BANCO ALFA DE INVESTIMENTO SA	33,9	13,9	26,1	0,0	11,4	11,8	1,1	98,1	10,8%
	BANCO ITAU BBA S/A	31,0	15,1	16,8	0,0	12,2	10,5	12,5	98,2	10,8%
	BANCO BRADESCO S/A	15,1	5,6	4,3	14,4	8,2	15,6	24,1	87,3	9,6%
	BANCO ITAU S/A	12,7	8,9	7,3	0,2	19,8	11,1	4,6	64,5	7,1%
	OUTROS	47,7	41,4	37,5	33,6	65,3	105,2	46,9	377,6	41,4%
	TOTAL INDIRETO	192,3	107,4	130,1	57,4	141,5	193,1	90,2	912,0	30,3%
TOTAL	276,4	245,1	329,2	401,5	654,3	794,0	306,9	3.007,4	100,0%	

Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

2. Refere-se às participações no total indireto (à exceção da penúltima linha, que indica a porcentagem deste em relação ao total geral)

Com esse recorte, aparecem destacados praticamente só os grandes bancos que disputam o resto do mercado de crédito no Brasil. O Banco Alfa de Investimentos em Água, esgoto e lixo; o Santander em Telecomunicações; o Safra também nesse subsetor e o Votorantim em Eletricidade e gás (esses três últimos também presentes na lista dos dez maiores bancos atuantes no Brasil) são as únicas exceções à disputa acirrada entre Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Unibanco.

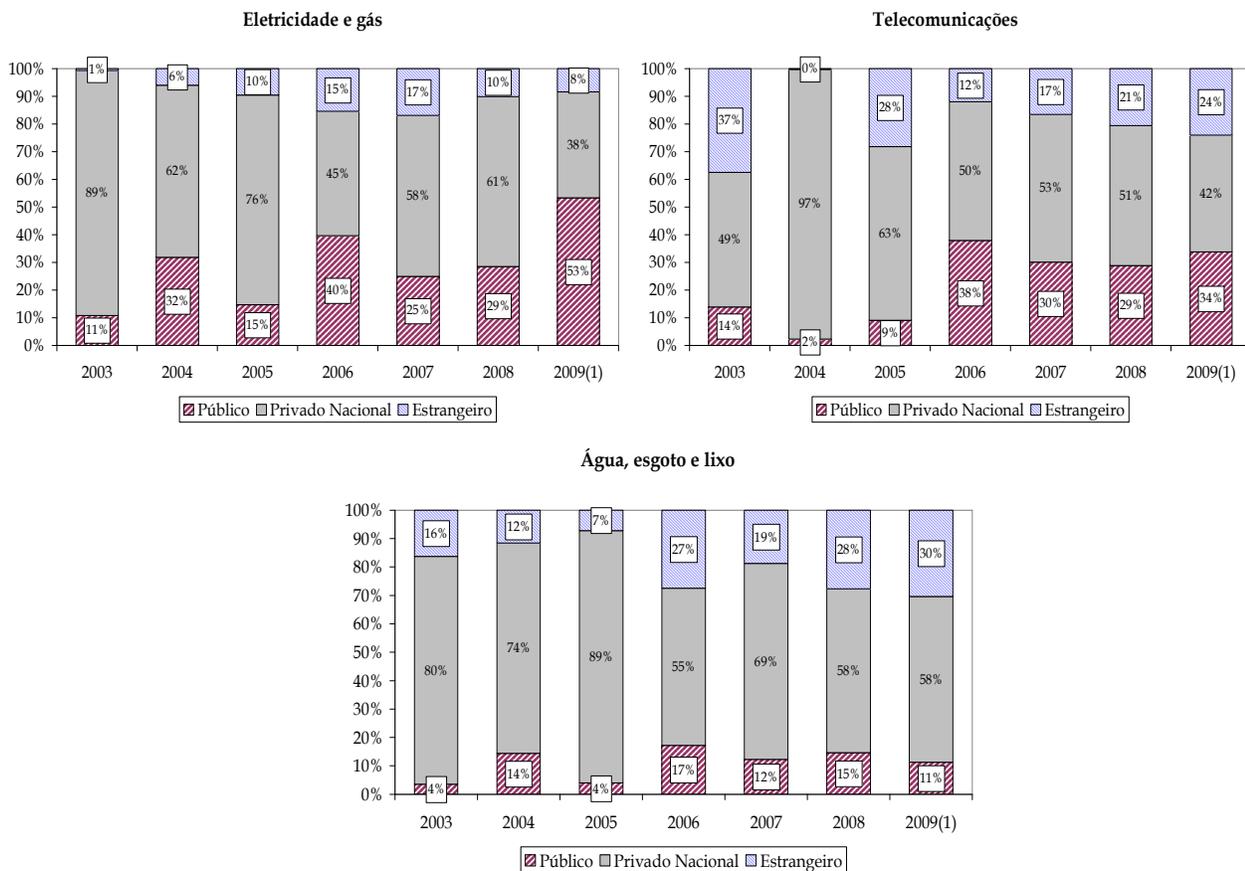
A concentração nos cinco principais agentes é maior em Telecomunicações (quase 80%) do que em Água, esgoto e lixo (70%) e Eletricidade e gás (66%). Dentro do primeiro subsetor há também a maior concentração em uma instituição: o Banco do Brasil foi responsável por 28,5% do total repassado (que, por outro lado, só significou 8,2% do que efetivamente foi emprestado às empresas do ramo). Já em Eletricidade e gás, a parcela de cada um dos quatro agentes mais importantes é muito semelhante, sugerindo que a competição é bem mais justa nesse caso.

Sugere também, mais uma vez, o ganho representado pela fusão entre Itaú e Unibanco nesse segmento do mercado: somados os números de todas as subsidiárias dos dois, o novo grupo se

tornaria líder nos repasses para Eletricidade e gás (29,8% contra os 15,5% do Bradesco e 14,9% do BB), aumentaria a vantagem do Unibanco em Água, esgoto e lixo (38,3% contra 9,6% do Bradesco e 6,2% do BB) e diminuiria a vantagem do BB em Telecomunicações (17,5% frente aos 16% do principal concorrente privado e os 28,5% do grande banco público).

A divisão dos repasses por natureza do capital (Gráfico 18) ilustra a evolução já antes delineada, com os bancos públicos ganhando muito espaço no ano de 2009, principalmente em Eletricidade e gás, o setor mais relevante em termos quantitativos. Os líderes desse movimento são o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal Em Telecomunicações, quem ocupa o espaço parecem ser os estrangeiros (Santander à frente).

Gráfico 18. Desembolsos do BNDES para os subsetores de infraestrutura, por natureza do capital do agente financeiro repassador, 2003-2009¹, em % do total



Fonte: BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.

Vale destacar que a forte ampliação da atuação do Banco do Brasil em 2006 e 2007 nos repasses para infraestrutura, já comentada anteriormente, pode agora ser mais precisamente localizada: antes disso, quase toda a sua atuação se resumia ao setor de Eletricidade e gás, com valores quase sempre relativamente baixos frente aos outros concorrentes: apenas R\$ 1,1 milhão em 2003, um salto para

quase R\$ 180 milhões em 2004 e queda para menos da metade disso em 2005. A virada em 2006 se deve ao forte crescimento nesse subsetor – 225%, para R\$ 274 milhões, crescendo outros 87% no ano seguinte – e também pela explosão dos repasses em Telecomunicações, em que sai de um nível quase insignificante (R\$ 400 mil) para quase R\$ 140 milhões, valores que recuam nos anos seguintes, mas segue sendo os maiores entre todos os agentes. Trata-se, claramente, de uma decisão estratégica de entrar, pesadamente, na disputa desse subsetor, em acréscimo ao de Eletricidade e gás, onde já era forte.

Ainda em relação aos públicos, a Caixa Econômica Federal, apesar de não constar da lista de cinco mais importantes durante o período como um todo, parece ter também decidido, no mesmo momento, entrar na competição, só que do setor de Eletricidade e gás (que concentra praticamente a totalidade de repasses desse banco para infraestrutura). Os valores transferidos passam de R\$ 1,2 milhão em 2005 para quase R\$ 43 milhões em 2006 (crescimento de mais de 3000%), seguem se ampliando em 2007 (mais 35%, para R\$ 58 bilhões) e explodem em 2008, chegando a praticamente R\$ 300 milhões. Neste ano isolado, a CEF foi o quinto repassador mais importante, com cerca de 12% do total, atrás apenas dos grandes privados e do BB. Já no primeiro semestre de 2009 ela assumiu o primeiro papel no *ranking* desse subsetor, com um valor (R\$ 363 milhões) maior do que o do ano todo de 2008 e bem superior ao do segundo colocado (o Itaú BBA com R\$ 220 milhões). Atua nesse momento, sem dúvida nenhuma, como agente auxiliar da política anticíclica oficial de crédito corporativo, com foco setorial específico.

Tais indicações reforçam as intenções, captadas em entrevista, de reforçar o papel da CEF no setor de infraestrutura, ampliando para o setor de energia e com base nos repasses do BNDES, o papel que tradicionalmente desempenha em Água, esgoto e lixo a partir do FGTS. Corroboram-se também as indicações dos grandes privados nacionais e do BB como grandes concorrentes nesse subsetor.

Sobre os estrangeiros, o mais importante é mesmo o Santander, que parece aproveitar o aumento dos desembolsos no ano de lançamento do PAC para ganhar espaço: em 2007 seus repasses quase dobram (de R\$ 30 milhões para R\$ 57 milhões) para Telecomunicações e mais do que triplicam (de R\$ 82 milhões para R\$ 258 milhões) para Eletricidade e gás, que parecem ser seus focos de atuação subsetorial (no primeiro subsetor, foi responsável quase 13,7% de todos os repasses; no segundo, por 3%). Dos demais estrangeiros que apareciam na lista do setor de infraestrutura como um todo, destaca-se o ABN AMRO Real, com atuação também bastante concentrada em Eletricidade e gás (92,5% de todos os seus repasses para o conjunto dos três subsetores), mas com auge da atuação em 2007 (R\$ 137 milhões, que representaram 9% do total daquele ano). Nesse caso os efeitos impulsionadores do PAC parecem não ter sido aproveitados, ao contrário: há queda de 52% em 2007 e

outros 28% em 2008, e os valores da primeira metade de 2009 pouco superam R\$ 1 milhão. Apesar destas tendências opostas, a fusão entre Santander e ABN AMRO Real deve representar o surgimento ou reforço de mais um *player* importante, não apenas em Eletricidade e gás (no qual as participações dos dois, somadas para o período todo, chegam a 9,3% do total indireto), mas principalmente em Telecomunicações (onde a larga fatia já ocupada pelo Santander se ampliaria para 14%).

Enfim, mapeado o perfil, setorial e subsetorial, dos caminhos que percorrem os recursos do BNDES para os setores de infraestrutura, resta à última subseção a abordagem do crédito para a infraestrutura por instituição envolvida – tarefa, aliás, já em parte cumprida no que acaba de ser apresentado.

IV. A atuação dos demais bancos: públicos, privados nacionais e estrangeiros

Para os objetivos inicialmente imaginados para essa etapa da pesquisa, um dos pré-requisitos fundamentais seria o acesso a informações quantitativas padronizadas do crédito por setor de atividade. Isso permitiria avançar além do que já foi feito a partir dos dados do BNDES – identificando, por exemplo, eventuais outras fontes de *funding*, condições contratuais, prazos, custos etc. As dificuldades neste quesito, no entanto, são várias: não se obteve o acesso às tabulações especiais do Banco Central do Brasil solicitadas; as estatísticas divulgadas por esta instituição estão muito longe de permitirem qualquer análise deste tipo para o caso da infraestrutura; as entrevistas realizadas com os grandes bancos forneceram poucos detalhes quantitativos e, para completar, os balanços bancários apresentam de maneira bastante incompleta (e heterogênea) informações sobre a composição setorial do crédito.

Vale a pena deter-se sobre este último ponto: analisou-se as demonstrações contábeis e notas explicativas dos dez maiores bancos atuantes no mercado brasileiro e o que se encontrou, para os objetivos da pesquisa, foram tabulações setoriais relativas apenas aos estoques de crédito, com critérios e classificações que variavam muito de banco pra banco e, por vezes, até de ano para ano dentro da mesma instituição. Foram poucos os casos em que se pôde identificar, dentro dos setores enumerados, aqueles que correspondessem ou equivalessem aos aqui utilizados como pertencentes à infraestrutura. Em muitas vezes, o problema encontrado nos dados do BCB se repete: as atividades do setor aqui analisado são englobadas por categorias mais genéricas, principalmente “Serviços”. Mesmo quando foi possível separar alguns dos subsetores – tipicamente Telecomunicações e Energia elétrica (incluindo ou não gás e água) – os totais estimados para infraestrutura certamente não contemplam tudo aquilo que aqui se entende como pertencente a esta classificação setorial.

Em decorrência de todas essas dificuldades, os resultados desta última seção são bem menos

precisos e conclusivos do que se gostaria. Os números aqui mostrados, pelo mesmo motivo, devem ser encarados com mais cautela do que os utilizados nos capítulos precedentes, e a forma como são apresentados também destoa do padrão até aqui utilizado.

De qualquer modo, baseado em informações qualitativas obtidas em entrevistas e nos dados de balanços (quando possível), tenta-se traçar um perfil de atuação e evolução do crédito para infraestrutura segundo a propriedade do capital dos bancos envolvidos: públicos, privados nacionais e estrangeiros. De acordo com as informações do BNDES já examinadas e com a posição ocupada no *ranking* dos maiores bancos do país, os principais representantes destes setores devem ser, respectivamente: Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal; Bradesco, Itaú, Unibanco e Safra; Santander, ABN AMRO Real e HSBC. Os níveis de análise, em cada caso, dependeram da disponibilidade de estatísticas e outras informações.

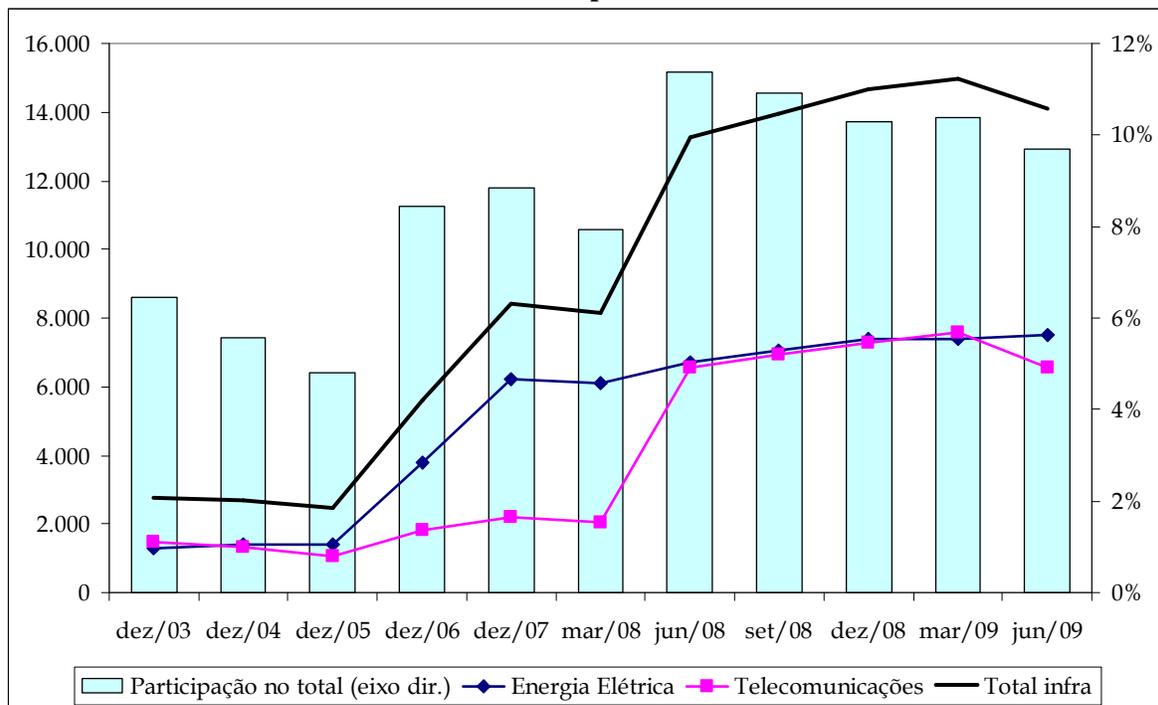
IV.1 A atuação dos bancos públicos

Um dos poucos casos em que foi possível trabalhar com informações quantitativas um pouco mais precisas foi o Banco do Brasil. Mesmo assim, suas demonstrações contábeis apresentam detalhamento setorial da carteira de crédito que permite identificar apenas dois subsetores de infraestrutura: Energia Elétrica e Telecomunicações. Ficariam faltando o setor de saneamento e as obras de infraestrutura (além de eventuais empréstimos para outras fontes de energia que não a elétrica). No Gráfico 19 são mostrados os estoques de crédito para cada um desses subsetores, e a participação da soma desses dois no total da carteira do Banco para o setor corporativo.

A trajetória descrita é coerente com os dados de repasses do BNDES já apresentados. O Banco do Brasil de fato muda sua estratégia de atuação no crédito corporativo em 2006, privilegiando alguns setores de infraestrutura, que ganham progressivamente espaço na carteira do banco até meados de 2008. O movimento inicial, na passagem de 2005 para 2006 (anterior portanto ao lançamento do PAC) é comandado pelo setor de energia elétrica: expansão de menos de R\$1,5 bilhões para R\$ 6,2 bilhões até o fim de 2007.

Os dados não são comparáveis em termos precisos (dado que não são apenas os fluxos de novos financiamentos que influenciam a variação dos estoques), mas o confronto dessa diferença (quase R\$ 5 bilhões) com os repasses de recursos do BNDES para esse subsetor no mesmo período (pouco menos de R\$ 1 bilhão) sugere a existência de outras fontes importantes de *funding*, e/ou que estão incluídos nesses montantes do BB operações típicas de prestação de serviços de energia, bem além do financiamento de projetos de eletricidade. De qualquer forma, essa primeira fase praticamente dobra a fatia dessa parte da infraestrutura no estoque de crédito corporativo do BB.

Gráfico 19. Banco do Brasil: carteira de empréstimo para setores de infraestrutura selecionados, 2003-2009¹, em R\$ milhões e parcelas do total²



Fonte: Banco do Brasil, notas explicativas às demonstrações contábeis. Elaboração própria.

Nota:

1. Primeiro semestre.
2. Refere-se à carteira de crédito às pessoas jurídicas.

O movimento seguinte, em 2008, é o de expansão do crédito para Telecomunicações. O estoque reportado cresce 270%, de R\$2,0 bilhões para R\$ 7,5 bilhões de março de 2008 ao mesmo mês do ano seguinte. Repetindo o contraste com os números do BNDES já vistos, o BB repassou em 2008 e 2009 apenas R\$ 131 milhões destinados ao subsetor em questão. A explosão dos repasses se deu no período anterior (entre 2006 e 2007, em um total de mais de R\$ 240 milhões), quando os números do Gráfico 19 apresentam expansão bem mais modesta da carteira.

Como mensagem principal, ficam evidências adicionais, e fortes, de que o principal banco público brasileiro de fato assumiu uma postura mais agressiva na concessão de crédito para a infraestrutura nos últimos anos. Projetado esse movimento para o futuro, principalmente diante da retração dos agentes privados na sequência da crise financeira internacional no final de 2008, tal movimento indica um reforço de sua posição competitiva no setor.

É essa também a impressão que emana da observação da Caixa Econômica Federal. Neste caso, não é possível identificar nos seus dados de balanço uma distribuição setorial da carteira de crédito que permita a separação feita acima. Sabe-se, porém, que a atuação deste banco é marcada fortemente por duas peculiaridades: além das atividades de financiamento às pessoas físicas e jurídicas, tem foco no crédito habitacional e na infraestrutura urbana (principalmente em saneamento); e o acesso aos

recursos do FGTS. Além desse fundo, a instituição repassa recursos do BNDES (como já visto), recebe recursos do Orçamento Geral da União (OGU) para programas específicos e acessa outras fontes externas de financiamento. Recentemente a Caixa teve acesso (entre 2006 e 2008), também para esse tipo de operação, a recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o que apesar dos montantes reduzidos (menos de R\$ 1 bilhão), significou fôlego adicional para a diretriz estratégica de ampliar sua atuação no setor.¹⁹

O problema, para os objetivos buscados por esta pesquisa, é que a apresentação setorial da carteira de crédito, em suas demonstrações contábeis periodicamente publicadas, agrupa vários tipos distintos de atividades na categoria “Outros serviços”. Porém, graças à missão especial de financiar a infraestrutura urbana, é possível localizar, nestas mesmas demonstrações contábeis uma composição da carteira de crédito por tipo de operação: “Empréstimos, títulos descontados e financiamentos”; “Financiamentos imobiliários”; “Financiamentos de infraestrutura e desenvolvimento” e “Outros créditos”. Foi com base nesses dados, destacando obviamente o terceiro tipo, que se construiu o Gráfico 20, em que o estoque e a participação no total da carteira (e não apenas no crédito a pessoas jurídicas ou ao setor privado)²⁰ são mostrados.

Apesar de não permitirem separar as atividades específicas contempladas, esses números não deixam dúvidas acerca do sensível aumento da prioridade assumida por esse setor nas operações da Caixa nos últimos anos. Em um movimento contínuo desde o início do período observado, os desembolsos vão se expandindo a uma taxa média de mais de 50% ao ano. No primeiro semestre de 2009, o total desembolsado já supera em 25% o total do ano anterior, reforçando a impressão de ocupação do espaço deixado pelos agentes privados nos quais a aversão ao risco foi mais intensa – ou, dito de outro modo, fica reafirmada a ação anticíclica também neste setor. A participação na carteira total do banco (tradicionalmente muito focada na pessoa física e em especial no financiamento habitacional) cresce constantemente, de menos de 3% em 2003 para quase 7% ao final de junho de 2009.

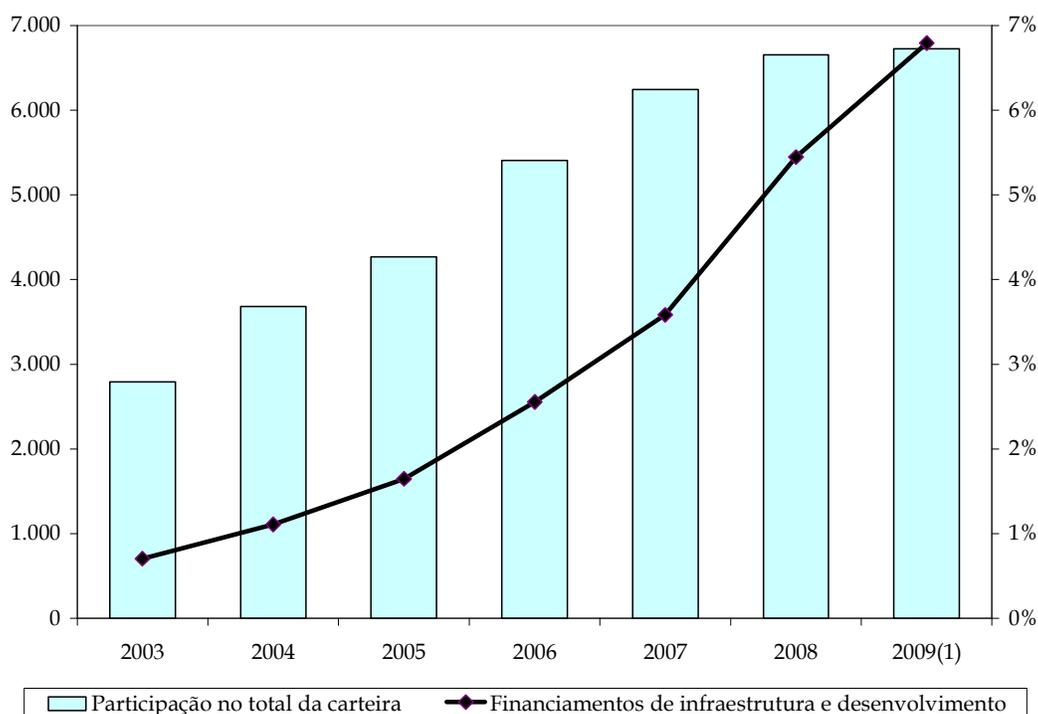
É o desdobramento, já constatado também nos números do BNDES, da decisão estratégica datada de 2001 e 2002, na direção de expandir sua atuação tradicional, indo além da infraestrutura urbana. Decidiu-se focar energia e logística e diversificar as fontes de recursos, disputando ou se associando aos grandes concorrentes privados em projetos importantes nessas duas áreas.²¹

¹⁹ Informações obtidas em entrevista e nos balanços publicados do banco.

²⁰ Se não fosse pela dificuldade operacional, haveria uma outra justificativa. A exclusão dos financiamentos ao setor público, especialmente no setor de saneamento, eliminaria grande parte das operações, dado o fato de que a maioria das empresas desse ramo é pública.

²¹ Informação obtida em entrevista.

Gráfico 20. Caixa Econômica Federal: carteira de empréstimo infraestrutura, 2003-2009¹, em R\$ milhões e parcelas do total²



Fonte: Caixa Econômica Federal, notas explicativas às demonstrações contábeis. **Elaboração própria.**

Nota:

1. Primeiro semestre.
2. Refere-se à carteira de crédito total do Banco.

Em suma, os bancos públicos aparecem por vários ângulos como os agentes financeiros em ascensão nesse setor – apesar de, pelos números mais precisos oriundos do BNDES, sua fatia nos repasses para o período como um todo serem pouco mais da metade daquela dos bancos privados nacionais. E cada um dos três principais se destaca à sua maneira: o Banco do Brasil bastante focado em energia e telecomunicações; a Caixa reforçando sua atuação em saneamento e desenvolvimento urbano a partir dos recursos do FGTS e do OGU, mas também disputando crescentemente os repasses do BNDES para energia; e este último como a matriz principal dos recursos para o setor, no qual em geral opera muito mais diretamente do que por meio de agentes repassadores.

IV. 2. A atuação dos bancos privados, nacionais e estrangeiros

As informações quantitativas obtidas junto aos principais, apesar de serem de natureza distinta das apresentadas para o BB e a CEF, de maneira geral confirmam as conclusões e as perspectivas que acabaram de ser levantadas para o crédito à infraestrutura.

Em termos de disponibilidade dos dados, felizmente os três principais bancos privados nacionais – Bradesco, Itaú e Unibanco – permitem a coleta e organização das carteiras de crédito para alguns setores de infraestrutura de maneira relativamente uniforme. Junto com eles, o HSBC é o único

caso de banco estrangeiro com detalhamento setorial que permita isolar pelo menos parte das atividades aqui analisadas. Todas as demais instituições privadas, nacionais e estrangeiras, parecem classificar seus financiamentos para infraestrutura como “serviços”, “outras atividades” ou, possivelmente, uma parte em “construção”. Uma síntese do que é possível extrair vai mostrada na Tabela 5. Atente-se para o fato, destacado nas notas da tabela, de que os setores englobados pelos totais não são exatamente idênticos, mas semelhantes.

A impressão geral é a de que, descontadas as diferenças de tamanho das carteiras dos três nacionais em relação ao estrangeiro, há um movimento de perda de importância dessa rubrica, que só não se verifica no caso do Unibanco. Assim, a conclusão é a de que nem o lançamento do PAC em 2007 – com todos os impactos já vistos nos desembolsos do BNDES – foi capaz de elevar a importância atribuída à infraestrutura por parte de Bradesco e Itaú, nos quais as carteiras até se expandem de maneira significativa (em 2007 no primeiro caso; no ano seguinte no segundo), mas reduzem sua importância nos totais destinados ao setor privado e ao setor corporativo. Já no caso do HSBC, o movimento contínuo de crescimento da carteira (ainda reduzida frente aos demais analisados) faz com que sua importância para o banco até suba em 2007, mas volte a cair em 2008, pelos dois critérios de aferição.

Tabela 5. Bancos privados selecionados: carteira de empréstimo para setores de infraestrutura selecionados, 2003-2008, em R\$ milhões e parcelas dos totais

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bradesco⁽¹⁾	3.288,3	2.808,1	3.248,8	3.417,3	3.778,7	3.584,7
% setor privado	6,1%	4,5%	4,0%	3,6%	2,9%	2,1%
% setor corporativo	8,6%	6,8%	6,8%	6,1%	4,9%	3,4%
Itaú^{(2) (3)}	4.504,0	3.999,1	4.650,0	3.562,8	3.204,7	4.012,3
% setor privado	12,1%	8,7%	7,9%	4,3%	2,8%	2,5%
% setor corporativo	20,4%	15,6%	16,5%	9,0%	6,1%	4,7%
Unibanco⁽⁴⁾	2.477,7	2.429,9	2.916,2	3.683,2	4.341,6	
% setor privado	9,2%	8,6%	9,2%	9,5%	9,8%	
% setor corporativo	13,6%	13,0%	14,3%	15,4%	15,6%	
HSBC⁽⁵⁾	328,1	360,6	337,6	409,7	771,7	745,4
% setor privado	2,6%	2,2%	1,7%	1,7%	2,4%	1,9%
% setor corporativo	6,0%	5,4%	4,1%	4,2%	5,6%	4,0%

Fonte: Instituições, notas explicativas às demonstrações contábeis. Elaboração própria.

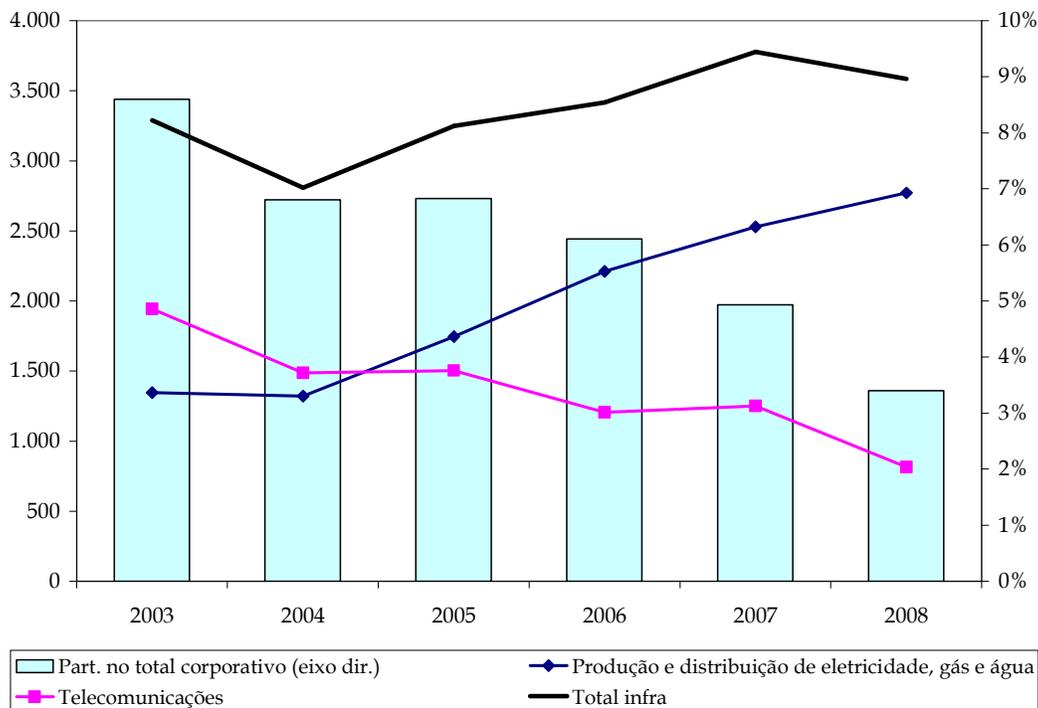
Notas:

1. Compreende os setores de “Produção e distribuição de eletricidade, gás e água” e “Telecomunicações”.
2. Compreende os setores de “Geração e Distribuição de Energia Elétrica”; “Telecomunicações” e “Concessionárias de Serviços Públicos” (esta última só presente nos anos de 2003 a 2006).
3. Não inclui os dados do Unibanco em 2008.
4. Compreende os setores de “Eletricidade, gás e água” e “Correios e telecomunicações”.
5. Compreende o setor de “Energia e telecomunicações”, que aparece ao longo dos anos com alguns nomes distintos.

Para o caso dos três grandes privados nacionais, foi possível ainda subdividir os totais nos

respectivos subsetores de infraestrutura.²² Suas trajetórias, assim como as da participação na carteira corporativa e dos valores totais, vão mostradas nos Gráficos 21 a 23.

Gráfico 21. Bradesco: carteira de empréstimo para setores de infraestrutura selecionados, 2003-2008, em R\$ milhões e parcelas do total¹



Fonte: Bradesco, notas explicativas às demonstrações contábeis. Elaboração própria.

Nota:

1. Refere-se à carteira de crédito banco para o setores corporativos.

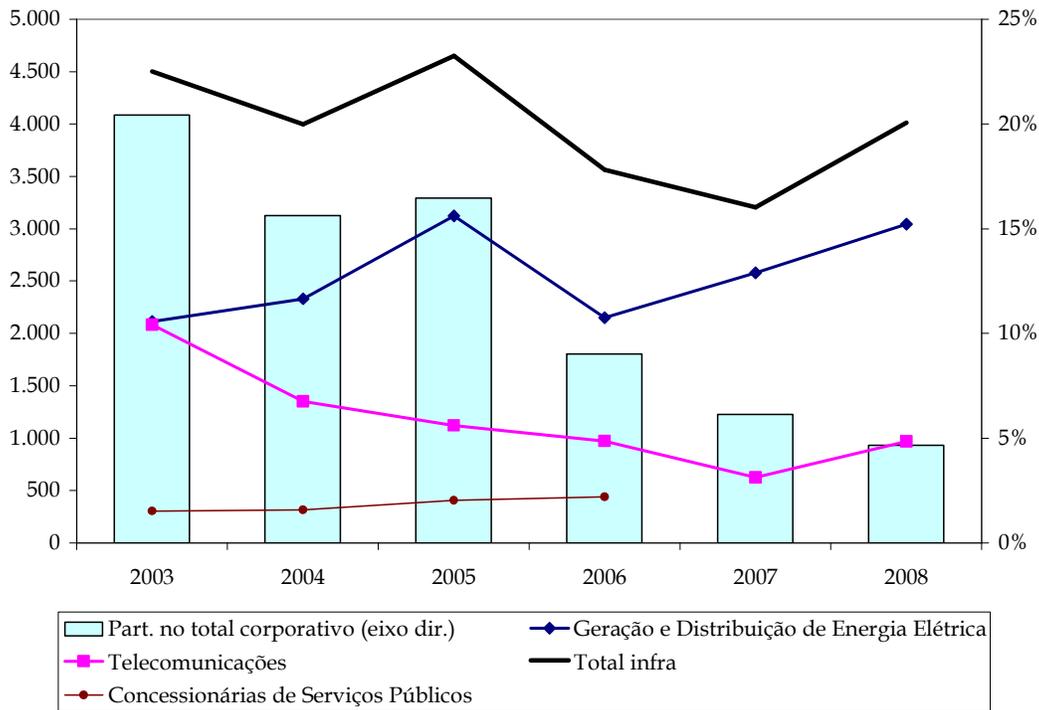
É mais fácil, por esse ângulo, visualizar a perda de importância contínua e acentuada no caso do Bradesco (Gráfico 21): de 8,6% para 3,4% do total corporativo. Verifica-se, também, que o grande responsável pelo movimento é o estoque de crédito para Telecomunicações, que cai de quase R\$ 2 bilhões para R\$ 814 milhões em cinco anos. Já a elevação para os setores de energia e saneamento é acentuada a partir de 2005 e ameniza a queda geral. Ambas as tendências parecem condizentes com a atuação deste banco enquanto repassador dos recursos do BNDES para tais setores.

No caso do Itaú (Gráfico 22), também é o setor de Telecomunicações quem comanda a perda de importância relativa, aqui muito mais acentuada: de mais de 20% em 2003 para menos de 5% do total corporativo em 2008. A diferença em relação ao Bradesco é que, pelo menos até 2007, o comportamento e os valores do crédito para energia não conseguem impedir que caia inclusive o valor total dessa carteira setorial. Já em 2008, crescendo os dois subsetores principais, cresce o total

²² No caso do HSBC, como informado na nota da Tabela V.4, trata-se na maioria dos anos de apenas um subsetor englobando energia e comunicações, cuja denominação muda e por vezes apresenta os dados separados. Não é possível, nesse caso, construir uma série dividindo os desembolsos ao longo do período analisado.

mas segue a perda relativa de espaço no banco.

Gráfico 22. Itaú: carteira de empréstimo para setores de infraestrutura selecionados, 2003-2008, em R\$ milhões e parcelas do total¹



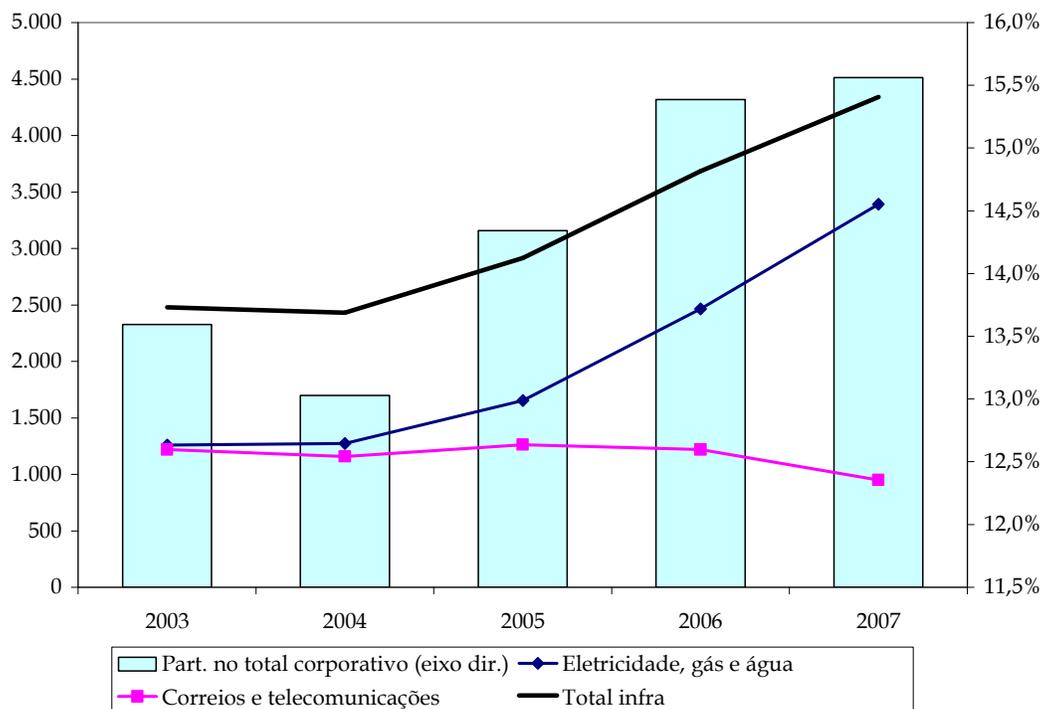
Fonte: Itaú, notas explicativas às demonstrações contábeis. Elaboração própria.

Nota:

1. Refere-se à carteira de crédito banco para o setores corporativos.

Tal comportamento decrescente do crédito para telecomunicações, que se repete também para o Unibanco ainda que em menor medida (Gráfico 23), possivelmente está relacionado com o avanço já constatado - nos dados de repasse do BNDES e na evolução da carteira de crédito - do Banco do Brasil sobre essa atividade. Por outro lado, fatores relativos à demanda por crédito também podem influenciar essa trajetória tão distinta da verificada para energia: uma possível redução das possibilidades e exigências de grandes investimentos no setor, motivados por fatores tecnológicos ou de saturação dos mercados, provavelmente conduzem a uma redução das necessidades de financiamento.

Gráfico 23. Unibanco: carteira de empréstimo para setores de infraestrutura selecionados, 2003-2008), em R\$ milhões e parcelas do total¹



Fonte: Unibanco, notas explicativas às demonstrações contábeis. Elaboração própria.

Nota:

1. Refere-se à carteira de crédito do banco para o setores corporativos.

Por fim, como já adiantado, o Unibanco (Gráfico 23) é o único dos três grandes que apresenta ganho de participação dos setores de infraestrutura em sua carteira corporativa, motivada por forte elevação do estoque de crédito para Eletricidade, gás e água desde 2004. A partir de patamares já relativamente elevados (13,6% em 2003), essa participação tem queda para 13% no ano seguinte, mas termina 2007 (o último ano em que seus dados estão disponíveis de maneira separada dos de seu novo parceiro, o Itaú) em expressivos 15,6%. Comparadas portanto as trajetórias recentes dessas duas instituições, e acrescidos os dados já examinados de repasses do BNDES, fica ainda mais claro que a fusão efetivada em 2008 resulta em um poderoso concorrente do setor. Se o sócio teoricamente maior da união vinha claramente perdendo espaço no crédito para infraestrutura, o menor reforçava sua atuação nesse que é um dos seus nichos tradicionais de atuação.

Portanto, novamente projetando o cenário competitivo no crédito ao setor, o Itaú Unibanco tende a ser o grande *player*, provavelmente enfrentando a forte e crescente concorrência do Banco do Brasil e da Caixa (mais em energia do que em telecomunicações) pelos motivos já esclarecidos, e também, em patamar mais baixo, do Santander em união com o ABN Amro Real (cujos dados contábeis, infelizmente, não permitiram a análise feita nesta última seção). Ao Bradesco parece reservado, portanto, um futuro de perda de importância no financiamento da infraestrutura, diante do

qual provavelmente não reagirá de forma passiva.

Conclusões

O esforço realizado neste subprojeto procurou mapear o mercado de crédito bancário para o setor de atividade econômica entendido como infraestrutura. Não foram poucas as dificuldades operacionais enfrentadas na tarefa, a começar da definição da composição do setor, passando pela falta de estatísticas com tal abertura setorial nos dados de crédito geral do Banco Central do Brasil, e chegando na absoluta falta de padronização na divulgação das estatísticas bancárias. A evidência quantitativa que foi possível produzir é, por conta dessas dificuldades, de qualidade inferior ao que se desejaria. Porém, auxiliado pelas informações qualitativas colhidas em balanços, entrevistas e outras fontes, foi possível chegar a um conjunto importante de conclusões sobre o setor e principalmente sobre seu financiamento. Elas vão resumidas a seguir.

Em primeiro lugar pode-se projetar, com grau razoável de certeza, que o patamar dos investimentos em infraestrutura no Brasil deve se elevar de forma significativa nos próximos anos, como aliás já vem acontecendo no período recente. A sustentar esse cenário otimista, não apenas as flagrantes fragilidades do país nesta área, mas também as diretrizes governamentais explicitadas no PAC e operacionalizadas por alguns instrumentos de política complementares, e os compromissos assumidos para o médio prazo, principalmente as obras necessárias à realização da Copa de 2014 e às Olimpíadas de 2016.

Em segundo, o quadro geral do crédito ao setor pode ser apresentado como uma mistura de velhos problemas estruturais e algumas iniciativas promissoras. Entre os primeiros, podem ser citados a dificuldade na obtenção de garantias e demais problemas relacionados à engenharia financeira de projetos por natureza longos e mais arriscados; a (consequente) concentração dos empréstimos bancários no BNDES (principalmente na modalidade direta mas também envolvendo agentes repassadores); os contingenciamentos que bloqueiam o financiamento de empresas municipais e estaduais atuantes em áreas muito importantes do setor; entre outros. Já pelo lado promissor, o impulso representado pelas diretrizes do Programa de Aceleração do Crescimento; a busca por parte de alguns agentes por mecanismos e fontes alternativas de financiamento; e as possibilidades de obtenção de recursos por mecanismos do mercado de capitais (que não fazem parte do escopo deste subprojeto). Mas em termos de balanço, a segunda conclusão é a de que há um conjunto sério de desafios a superar para viabilizar financeiramente as perspectivas otimistas apresentadas no parágrafo anterior.

A terceira conclusão refere-se à evolução recente do crédito para a infraestrutura, para a qual o

os efeitos do PAC sobre os bancos públicos e o aprofundamento da crise financeira internacional e seus impactos no Brasil parecem ser as grandes fontes de influência. Os financiamentos para o setor, oriundos do BNDES, cadentes ou pelo menos estagnados ao longo da primeira metade da década, apresentam ponto de inflexão em 2007, quando passam a subir e a ganhar espaço no Banco. Quando na conta são incluídas também as obras de infraestrutura (além dos setores de energia, comunicações e saneamento), tal expansão é ainda mais expressiva. Como é também, segundo essa contabilização mais ampla, a resistência ou até aumento dos desembolsos e participação relativa após a explicitação dos efeitos da crise internacional no último trimestre de 2008, numa demonstração eloquente da política oficial de crédito anticíclica (realizada, como seria de se esperar, de maneira preferencialmente direta pelo banco de desenvolvimento). Descontada certa dúvida sobre a capacidade dessa estrutura centralizada no BNDES de dar conta de todo o financiamento necessário à frente, trata-se de uma sinalização bastante positiva.

Sobre a atuação do BNDES, cabe reafirmar os seus principais traços. No agregado do setor, há supremacia dos desembolsos diretos no período de 2003 a 2009 (78%), com alguma oscilação em resposta ao PAC (quando a fatia dos desembolsos diretos se amplia para 81% em 2008 contra os 69% de 2006) e aos efeitos da crise internacional (ao contrário do que se poderia imaginar, na primeira metade de 2009 a parcela indireta sobe para 29%). Em relação aos produtos do Banco, o predomínio do Finem é notório - 86% do total do período - e esperado, dadas as características específicas do setor, em uma participação que se eleva com o PAC e é secundada pelos mecanismos de mercado de capitais (11% do total). Já em relação ao porte, outro resultado esperado: 96% dos financiamentos se destinaram a grandes empresas.

A divisão subsetorial mostra, antes de tudo, um forte e continuado crescimento dos desembolsos para o segmento de Construção de Infraestrutura, que responde nitidamente ao PAC e inclusive é em muito intensificado na primeira metade de 2009. Além disso, a importância do setor de Eletricidade e gás no conjunto (58,5% do total do período) é cadente (de 87% em 2003 para 47% em 2008); enquanto nas posições seguintes aparecem Telecomunicações (23% do total), Construção de Infraestrutura (14,2%) e apenas 4,2% para Água, esgoto e lixo. Seguindo as mesmas aberturas disponíveis, pode-se destacar algumas especificidades subsetoriais. O predomínio dos desembolsos diretos que é geral mas com algumas variações (atinge 92% do total do período em Telecomunicações mas apenas 61% em Construção de Infraestrutura); a importância pontual dos mecanismos de mercado de capitais para Telecomunicações no ano de 2008 (40% do total) e geral para Água, esgoto e lixo (quase 30% do total), mas principalmente o peso grande e crescente do BNDES Exim para Construção de Infraestrutura (44%, refletindo a prioridade para as obras de integração na região

sulamericana); e algum destaque para médias e pequenas empresas apenas nesse último setor, principalmente depois de 2005.

Em termos dos agentes repassadores desses empréstimos, o quadro geral (sem grandes variações subsetoriais) é de predomínio dos bancos privados nacionais ao longo do tempo (58,2%) e pequena parcela dos estrangeiros (12,4%), enquanto os públicos ficam em média com 29,4%.

Mas, assim como em relação aos desembolsos totais, essas fatias de repasse também respondem, e de maneira bastante diferenciada, aos dois principais eventos enfrentados pelo setor no período em tela: o PAC e os efeitos da crise. Essa é a quarta e mais importante frente de conclusões. Se no primeiro momento, de ascensão, parece ter havido uma expansão generalizada na atuação dos bancos mais envolvidos nesse mercado – que envolve inclusive ganho de participação dos privados (do nível mínimo de 46% em 2006 para 58% e 60% nos dois anos seguintes) e dos estrangeiros (que em 2007 atingem seu nível máximo de 17%), no segundo parece ter havido retração importante dos dois tipos de agentes privados e forte ganho de espaço pelos públicos: de 28% em 2008 para nada menos do que 50% na primeira metade de 2009.

Na realidade, ao longo do período estudado, os grandes bancos privados nacionais, principalmente Bradesco e Itaú, já assistiam à redução gradual do peso da infraestrutura em suas carteiras de crédito corporativo, apesar dos valores se elevarem: tal como medido aqui, tais parcelas caem de 8,6% em 2003 para 3,4% em 2008 no primeiro caso; e de 20,4% para apenas 4,7% no segundo caso. A grande exceção seria o Unibanco, que sai de 13,6% para 15,6% em 2007, ano em que se junta ao Itaú. Por parte dos estrangeiros, a atuação aparece como bem menos relevante, apesar do destaque enquanto repassador de Santander e ABN AMRO Real.

Enquanto isso, os bancos públicos vão ganhando espaço por meio de uma forte expansão do Banco do Brasil em energia e telecomunicações, e de uma importante mudança estratégica da Caixa Econômica Federal, que além de aprofundar suas operações tradicionais em saneamento e infraestrutura urbana, amplia sua atuação em energia. Segundo a precária contabilização que se pode fazer aqui, a participação no total da carteira cresce mais de 3 pontos percentuais no caso do BB e quase 4 pontos percentuais na CEF. Estas duas últimas cifras são bastante significativas, dado que no mesmo período a forte expansão do total dos empréstimos destas duas instituições é a regra, como verificado nos outros capítulos deste relatório.

A crise aprofunda tais tendências, dada a retração dos agentes privados e a pesada atuação anticíclica do BB e da CEF, em movimento comandado, obviamente, pelo BNDES. Desenha-se assim um cenário de acirramento da competição nesse setor, no qual os dois bancos públicos aparecem como atores cada vez mais importantes, a disputar espaço com o Bradesco e, principalmente, com o grande

banco surgido da fusão de Itaú e Unibanco – que, como visto, apresentam números e tendências complementares, no que se refere ao crédito para a infraestrutura, no período recente.

Referências bibliográficas

- ANBID (2009). Volume de investimentos em Financiamento de Projetos cai 38,9% em 2008. *Press release*, 23/03/2009. Disponível em <http://www.anbid.com.br>.
- ALMEIDA, E. P. Crescimento concreto. *Valor Econômico*, 14/07/2009.
- BANCO BRADESCO S.A. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.bradesco.com.br>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Séries Temporais*. Vários anos. Disponíveis em: <http://www.bcb.gov.br>.
- BANCO DO BRASIL. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.bb.com.br>.
- BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.itaubank.com.br>.
- BANCO NOSSA CAIXA S.A. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.nossacaixa.com.br>.
- BANCO REAL E EMPRESAS ABN AMRO NO BRASIL. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.bancoreal.com.br>.
- BANCO SAFRA S.A. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.safra.com.br>.
- BANCO SANTANDER S.A. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.santander.com.br>.
- BUENO, D. Crise torna BNDES maior financiador de grandes projetos. *Valor Econômico*, 14/07/2009a.
- BUENO, D. Bancos testam novas alternativas. *Valor Econômico*, 14/07/2009b.
- CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br>.
- CAPOZOLI, R. Demanda por fundo do FGTS atinge R\$ 20 bilhões. *Valor Econômico*, 14/07/2009.
- CINTRA, M. A. M. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Relatório 2 do Subprojeto IX *Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos*. Pesquisa BNDES, CECON – Instituto de Economia/Unicamp, 2007b.
- FRISCHTAK, C. Investimento em Infra-Estrutura no Brasil: Histórico Recente e Perspectivas. *Pesquisa e Planejamento Econômico* 38(2), pp. 307-348, agosto de 2008.
- GARRIDO, J. Mais recursos para alavancar a economia. *Valor Especial: Oportunidades de Investimento*, pp. 32-37, março de 2009a.
- GARRIDO, J. O lance é planejar a longo prazo. *Valor Especial: As cidades da Copa 2014*, setembro 2009b.
- GOULART, J. Área de infraestrutura já recebeu R\$ 4 bilhões em recursos do FGTS. *Valor Econômico*, 02/09/2009.
- HSBC Bank Brasil S.A. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.hsbc.com.br>.
- ITAÚ UNIBANCO BANCO MÚLTIPLO S.A. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em: <http://www.itaubank.com.br>.

LEO, S. Carteira do BNDES na América do Sul soma US\$ 15,6 bilhões. *Valor Econômico*, 27/08/2009.

LUCCHESI, C. P. “Novas fontes para financiar projetos”. *Valor Econômico*, 23/03/2009.

UNIBANCO - UNIÃO DE BANCOS BRASILEIROS S.A. *Relatório Anual*. Vários anos. Disponível em:
<http://www.unibanco.com.br>.