

Brasil: Atividade Econômica e Crédito

O Caminho do Investimento

Laiz Carvalho*

laiz.carvalho@santander.com.br

+55-11-3553-0933

- Com o cenário mais desafiador desde 2013 em relação à concessão de crédito para o setor de infraestrutura, assistimos a uma nova dinâmica do setor bancário, em que o predomínio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) se desvaneceu, abrindo espaço para maior participação de bancos privados e operações no mercado de capitais. Com o objetivo de incentivar a privatização, concessões e parcerias público-privadas para investimentos em infraestrutura e indústria, o governo criou, em 2016, o Programa de Parcerias e Investimentos (PPI), que designa o BNDES como facilitador de projetos e não mais como principal financiador. Essa abordagem deu mais espaço para outros participantes do mercado.
- Além disso, o governo realizou algumas concessões em 2019, principalmente no setor de logística (aeroportos, ferrovias, rodovias e portos), bem como a proliferação de debêntures isentas de imposto de renda (as chamadas debêntures incentivadas) como importante ferramenta de financiamento para o setor. Apesar dos esforços para fomentar o crédito ao setor de infraestrutura, este é um setor que leva tempo para demonstrar resultados, especialmente aqueles que impactam diretamente a atividade econômica.
- No setor de infraestrutura, a construção civil foi a que mais sofreu com a crise nos últimos anos e é uma das áreas que mais poderia se beneficiar com as políticas de concessão de crédito. Baseados unicamente no *pipeline* do Programa de Parcerias e Investimentos (PPI) de 2019, esperamos ver um impacto na atividade econômica a partir do terceiro trimestre de 2020.
- Portanto, medidas para restringir gastos públicos e reformas promovidas pelo governo (principalmente a da Previdência Social) são de suma importância para o restabelecimento da confiança dos consumidores e das empresas, trazendo novos estímulos de curto prazo à economia e construindo pilares mais fortes para o desenvolvimento da infraestrutura brasileira.



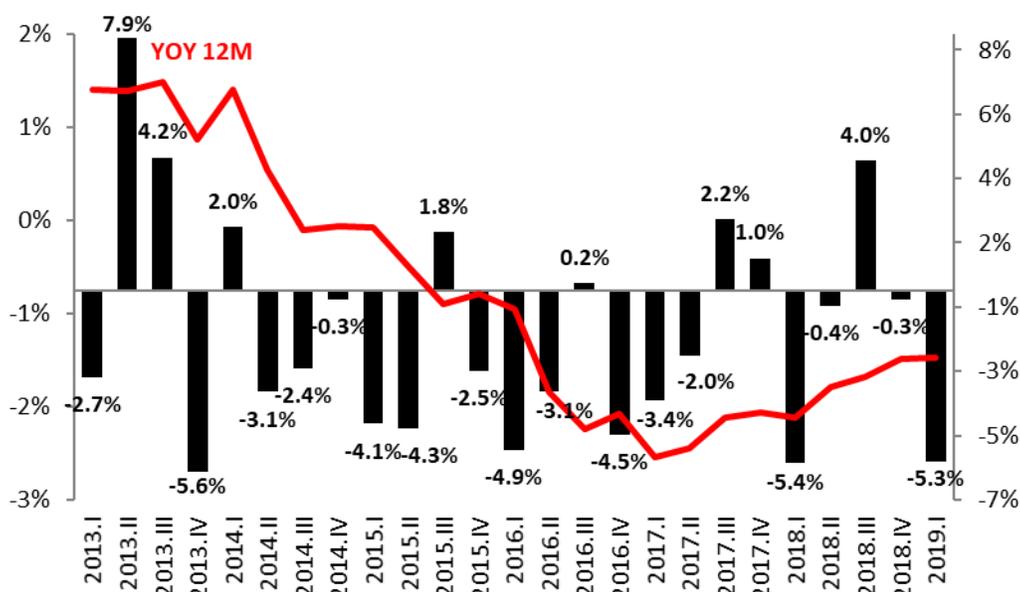
Crédito e Investimento em Infraestrutura

A partir de 2014, vimos um novo modelo de análise e concessão de crédito para investimentos em infraestrutura, principalmente com recursos advindos do setor privado. Um dos principais fatores por trás dessa mudança foi a dependência de empréstimos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que afetou todos os setores de investimento, como indústria, agricultura, infraestrutura e comércio e serviços.

A situação do setor de infraestrutura foi de certa maneira agravada pela deterioração do desempenho de grandes participantes do setor devido às notícias negativas para o setor, combinados com uma das piores recessões econômicas do Brasil, iniciada em meados de 2013 e 2014.

Avaliando o PIB do ponto de vista da oferta, o setor industrial registrou desempenho ruim no 1T19 em relação ao 1T13, recuando 9,5%, sendo o setor de construção civil o principal responsável por este menor desempenho: despencou 25,9% no período.

Figura 1. Crescimento do PIB – Construção Civil (% Trimestral)



Fonte: IBGE

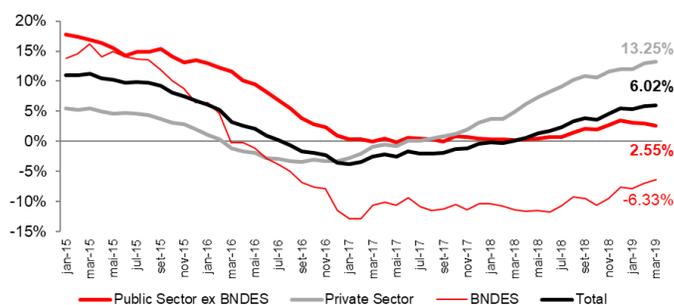
Vemos o setor de infraestrutura do Brasil como pouco preparado para desempenhar grande papel no desenvolvimento do país, especialmente no que diz respeito ao segmento de logística. Mesmo considerando o importante papel que o BNDES e outros bancos de desenvolvimento ainda desempenham nesse mercado, acreditamos que um importante catalisador para aumentar os recursos financeiros para esse setor será a participação de bancos privados. Não que o BNDES deixará de fazer parte do processo de concessão e desenvolvimento de crédito, mas poderá se concentrar em outras atividades, não apenas como financiador de mercado, mas também como intermediário e facilitador do mesmo.

Figura 2. Proporção do Crédito Total - BNDES



Fonte: Banco Central

Figura 3. Crescimento Interanual entre Bancos



Fonte: Banco Central



Como pode ser observado nos gráficos 2 e 3, o protagonismo antes vivido pelo BNDES – que chegava a conceder mais de 21% do total de crédito da economia – vem diminuindo e mostrando estabilidade nos últimos meses, com o mesmo não demonstrando interesse em aumentar esse nível (em consonância com a política de redução de gastos públicos e aumento da eficiência do governo).

Como resultado, podemos ver que uma série de medidas já estão sendo criadas para incentivar tanto os projetos de infraestrutura quanto a participação da iniciativa privada e estrangeira no setor, principalmente por meio da continuidade e expansão dos projetos do Programa de Parcerias e Investimentos (PPI).

Programa de Parcerias e Investimentos (PPI) e as Concessões

O Programa de Parcerias e Investimentos (PPI) foi criado em 2016 com o objetivo de ampliar e fortalecer a interação entre estados e empresas privadas, promovendo o desenvolvimento tecnológico e industrial, mantendo a qualidade da infraestrutura pública e garantindo mínima intervenção estatal nos negócios. A partir desse ponto, o BNDES entra com um papel de facilitador entre os mercados e não como o principal financiador como acontecia anteriormente.

Agora, o principal papel do BNDES - apoiado por alguns bancos públicos responsáveis por fornecer linhas de crédito principalmente para a construção civil - é analisar quais projetos serão incluídos no programa, oferecer possíveis linhas de crédito para os projetos aceitos e gerenciar o Fundo Nacional de Privatização (FND), que visa facilitar a privatização de empresas que são aprovadas pelo Conselho do PPI. Assim, com esse menor papel do BNDES e, em geral, nos bancos públicos, o papel dos empréstimos para grandes empresas, especialmente para o setor de infraestrutura do país, deve vir do setor privado.

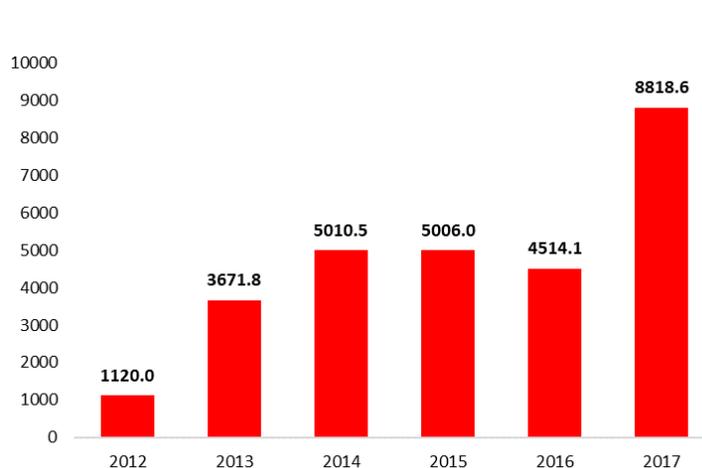
Do ponto de vista dos gastos do BNDES no quadriênio de 2018 a 2021 (último relatório divulgado em julho de 2018), existem investimentos mapeados em cerca de R\$ 1 trilhão, com foco principalmente no setor industrial (crescimento de 5,9% a.a. no período, como pode ser visto na Figura 4). No setor de infraestrutura, vemos uma redução, mas com um foco maior no setor de logística, que tem uma grande lacuna no país.

Figura 4. Perspectivas de Investimento BNDES

	Relalizado em 2017	Perspectiva 2018 a 2021		Crescimento 2018 a 2021 (% a.a)
		Soma	Média Anual	
Indústria	116,8	539,9	135	5,9
Petróleo e Gás	57,9	291,4	72,8	9,4
Alimentos e Bebidas	11,2	49,3	12,3	3,9
Papel e Celulose	7,7	21,1	5,3	-14,8
Biocombustíveis	2,7	11,5	2,9	2,7
Química e Siderurgia	5	29,9	7,5	17,4
Eletrônico	4,1	21	5,3	10,5
Saúde	5	20,4	5,1	1,1
Automotivo	6,8	24,6	6,1	-3,9
Aeroespacial	2,8	10,2	2,5	-4,2
Infraestrutura	128,8	490,1	122,5	-2,0
Energia Elétrica	61,1	160,3	40,1	-16,2
Telecomunicações	28	121	30,2	3,1
Logística	28,3	156,3	39,1	13,3
Saneamento	11,4	52,5	13,1	5,8

Fonte: BNDES

Figura 5. Crescimento da emissão de debêntures incentivadas



Fonte: ANBIMA¹

Com as concessões e leilões de energia (geração e transmissão) em 2018, o foco para os próximos anos no setor de infraestrutura deve ser principalmente na área de logística. Continuando com os processos iniciados em 2016, este ano as concessões de logística tiveram resultados muito melhores do que o esperado pelo mercado: concessões para aeroportos que arrecadaram R\$ 4,2 bilhões em royalties a serem pagos nos próximos 30 anos (12 aeroportos), concessão portuária de 25 anos no valor de R\$ 219 milhões e Rodovia da Integração do Sul (período de 30 anos) com investimentos de R\$ 7,8 bilhões de reais.

¹ Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais



Até agora, 2019 foi um bom ano para esse cenário de infraestrutura, mas ainda é um setor com retornos que se materializam apenas após alguns anos de investimentos. É por isso que mudar o modelo de incentivos, financiamentos e concessões e/ou privatizações é tão importante.

Mesmo com a lenta recuperação econômica e o compasso de espera dos empresários brasileiros e estrangeiros em relação aos investimentos de longo prazo, vemos o desenvolvimento de alternativas e a transição para esse novo modelo de financiamento sem o papel de liderança do BNDES. Uma das alternativas que mais cresceu nos últimos anos foi a emissão de debêntures incentivadas (como pode ser visto na Figura 5).

As debêntures incentivadas vêm da Lei 12.431/11, que é uma iniciativa do governo para expandir as alternativas de financiamento e promover o mercado de capitais como fonte de recursos de longo prazo, especialmente para projetos de infraestrutura. Assim, com a mudança do modelo anterior de protagonismo do BNDES para o atual papel de intermediário, esse tipo de alternativa tornou-se mais importante do que o acesso ao financiamento público em si.

Figura 6. Financiamento BNDES e Debêntures Incentivadas

	2014	2015	2016	2017	2018
Infraestrutura - Debêntures BNDES	47549	35463	18028	17938	17549
Infraestrutura - Debêntures 12.431	2393	4807	1799	2927	15772
Total	49942	40270	19827	20865	33321

Fonte: ANBIMA

Em 2018, já tínhamos um cenário em que o mercado de capitais (utilizando debêntures incentivadas) atingia quase os mesmos valores de investimento do BNDES em infraestrutura. No entanto, este instrumento é usado principalmente quando o projeto já está em construção ou totalmente construído (durante o longo período de concessão). Portanto, o mercado precisará de ações mais eficazes e assertivas no início do projeto e/ou antes do início da construção, que é onde a grande oferta do mercado de crédito dos bancos privados poderá ajudar.

O Impacto do Crédito e Crescimento da Atividade Econômica

Apesar desse forte incentivo para o financiamento de infraestrutura, principalmente por meio das ações do Ministério de Infraestrutura e da substituição de bancos públicos por bancos privados como fornecedores de crédito para pessoas físicas e jurídicas, esperamos que essa nova estrutura leve alguns trimestres para impactar o crescimento de atividade econômica.

Na dinâmica do crédito, isso já é observado, como pode ser visto na Figura 7. Quando comparamos o crescimento das carteiras de crédito dos bancos públicos e privados em 2018, vemos uma queda significativa no BNDES e nos bancos públicos como um todo na participação do mercado. E, de acordo com nossas projeções, também vemos uma clara consolidação da participação dos bancos privados no mercado de crédito com um declínio contínuo da insolvência.

O impacto desse aumento de crédito pode ser visto mais rapidamente quando os investimentos entram nos setores mais atrasados, como a construção. Quando olhamos para a formação bruta de capital fixo (componente de Investimento do PIB), vemos que a construção civil sofreu mais nos últimos anos e seria mais beneficiada com maiores concessões na área de infraestrutura.

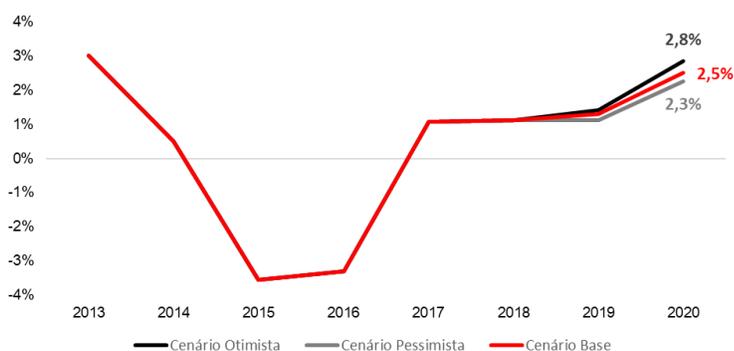
Para estimar o impacto dos principais investimentos e concessões no PIB nos próximos anos, avaliamos cenários pessimista, otimista e base para o crescimento das concessões. Em nossa previsão atual de PIB para 2019 e 2020 (1,3% e 2,5%, respectivamente), estamos considerando as concessões e seu impacto sobre o componente bruto de formação de capital fixo como cenário de referência. Nosso exercício agora é avaliar o que pode acontecer nos cenários otimista e pessimista.

Para avaliar o impacto dos principais investimentos e concessões sobre o PIB nos próximos dois anos, estimamos um modelo MQO (Mínimos Quadrados Ordinários) utilizando as seguintes variáveis: (i) formação bruta de capital fixo (como componente do PIB); (ii) nível de utilização da capacidade instalada (NUCI); (iii) nível de investimentos por concessões entre 1996 e 2019 (série anual que foi transformada em trimestral pela série de desembolsos do BNDES em infraestrutura); e (iv) a taxa de juros real *ex-ante* - taxa de swap de 1 ano DI-Pré descontada pelas expectativas de inflação a termo de 12 meses. Utilizamos as variações interanuais da série de dados trimestralmente.

**Figura 7. Projeções de Crédito**

	2018	2019F	2020F
Crescimento da Carteira			
Bancos Públicos	-0,1%	2,1%	6,5%
BNDES Direto	-9,6%	-2,1%	2,4%
Públicos Ex BNDES	4,5%	3,8%	8,1%
Bancos Privados	12,0%	12,4%	12,0%
Inadimplência			
Bancos Públicos	2,5%	2,3%	2,3%
Bancos Privados	3,3%	3,0%	2,9%

Fonte: Banco Central e estimativas Santander

Figura 8. Simulações – Crescimento do PIB Brasil

Fonte: IBGE e estimativas Santander

Antes de analisar os resultados, assumimos a manutenção da taxa Selic em 6,5% (até o final de 2020) e projeções de inflação de 4,0% e 4,5% (2019 e 2020, respectivamente). No caso do NUCI, acreditamos na recuperação gradual do indicador, atingindo no final desse ano o nível observado em 2018 e retornando a patamares positivos (na variação anual) em 2020. No caso das concessões de infraestrutura, que segundo nossa hipótese podem ser um fator de recuperação da atividade econômica no curto prazo, analisamos todas as licitações e calendários do Ministério da Infraestrutura com perspectivas de investimento para 2019 - tanto os montantes que já foram gastos até o 1T19 quanto o que será gasto até dezembro deste ano.

Para a construção dos cenários, a ideia é trabalhar com a manutenção (ou não) dessas concessões para 2019 e 2020, seu impacto no componente de investimento e, conseqüentemente, no PIB. É importante lembrar que estamos apenas levando em conta o impacto de uma melhoria ou agravamento dessas concessões na atividade. Outras medidas poderiam beneficiar ainda mais a retomada do crescimento da atividade econômica no curto e médio prazo.

1) **Cenário base:** Nosso cenário básico é o que discutimos em *Nenhuma Notícia é Má Notícia* (26 de abril de 2019), em que vemos um crescimento da atividade econômica de 1,3% para 2019 e 2,5% para 2020. É importante destacar que nossas projeções já levam em consideração as concessões divulgadas e seus impactos no setor de infraestrutura e investimentos.

2) **Cenário Pessimista:** Neste caso, estamos assumindo que teremos apenas as concessões feitas no 1T19, sem desembolsos para o restante do ano e para 2020. Ou seja, teríamos o próximo 1,5 ano sem atividades de infraestrutura nos mercados.

3) **Cenário Otimista:** Aqui nós assumimos os investimentos em concessões esperados para 2019, com um aumento de 5% este ano e 15% em 2020. Em outras palavras, seguindo a agenda de concessões e objetivos do PIP, esse cenário espera ver desembolsos mais significativos nos próximos anos e mais investimentos no setor.

Olhando para os resultados (Figura 9), destacamos o impacto positivo de uma agenda de investimentos na recuperação da atividade econômica. Um dos principais tópicos de estudos recentes no Brasil é a questão de que tipo de impulso a economia precisaria para se recuperar. Acreditamos que um dos canais poderia ser essa agenda de investimentos. Analisando um cenário contrafactual, esperaríamos uma melhora no componente de investimento do PIB (lado da demanda) de 5,9% para 6,7%, resultando em um aumento para a projeção do PIB de 2020 de 2,5% para 2,8%.

Figura 9. Cenários para 2019 e 2020

Cenários	Variação Anual (%)	
	2019	2020
Base	1,3	2,5
Pessimista	1,1	2,3
Otimista	1,4	2,8

Fonte: estimativas Santander



Portanto, com a possível aprovação de uma reforma robusta da previdência, o progresso das outras reformas e ajustes, o retorno aos níveis de confiança e condições financeiras desde o início de 2019 e a continuidade do compromisso do Ministério da Infraestrutura com a agenda de eficiência da indústria e infraestrutura, poderíamos ver um maior impacto sobre a atividade econômica em 2020 e 2021.

A boa notícia no curto prazo para esse setor é que o atual governo fez pronunciamentos voltados para mudanças nas políticas de crédito, tanto para o setor de construção civil quanto para o setor rural.

Nas últimas semanas, o governo avançou na reformulação do programa Minha Casa Minha Vida e na mudança de incentivos ao crédito rural. Atualmente, o primeiro fornece subsídios ao consumidor final, isto é, às famílias que buscam empréstimos imobiliários - dependendo do nível de renda da família e do valor da propriedade. A inovação do governo com um novo programa seria doar terras não utilizadas pela União para que os empreendedores pudessem construir edifícios residenciais, comerciais e de uso misto nos quais famílias com diferentes níveis de renda (das diferentes faixas do Minha Casa Minha Vida) pudessem viver.

O que torna esta parceria público-privada diferente do programa atual é que o financiamento seria tanto do desenvolvedor (com subsídios para construção), que também seria o gerente do projeto (ou seja, concedendo a administração do complexo), e dos proprietários/inquilinos que poderiam adquirir as unidades através de subsídios ou leasing. Espera-se ainda que uma versão deste projeto chegue ao Congresso².

No que diz respeito ao crédito rural, o Ministério da Economia tem como objetivo aumentar a competitividade dos bancos em relação às bonificações de juros, principalmente para pequenos e médios produtores rurais. Atualmente, através da Lei 8427/1992, existe uma vantagem competitiva para os bancos públicos que podem oferecer empréstimos a taxas menores (subsidiadas) - em 2018 essas taxas eram de 7,5% a.a., em média, em comparação ao mercado, entre 9% e 11%. A proposta do governo é de uma equalização desses incentivos, principalmente por meio de leilões nos quais os bancos podem competir oferecendo taxas de juros para os recursos disponibilizados pelo governo. A ideia do governo não é baixar as taxas de juros para o produtor final, mas distribuir o benefício de maneira mais igualitária entre os bancos³.

Assim, com o retorno da confiança, poderemos ver sinais mais positivos para os mercados de crédito e, no futuro, para investimentos e, conseqüentemente, para a atividade econômica.

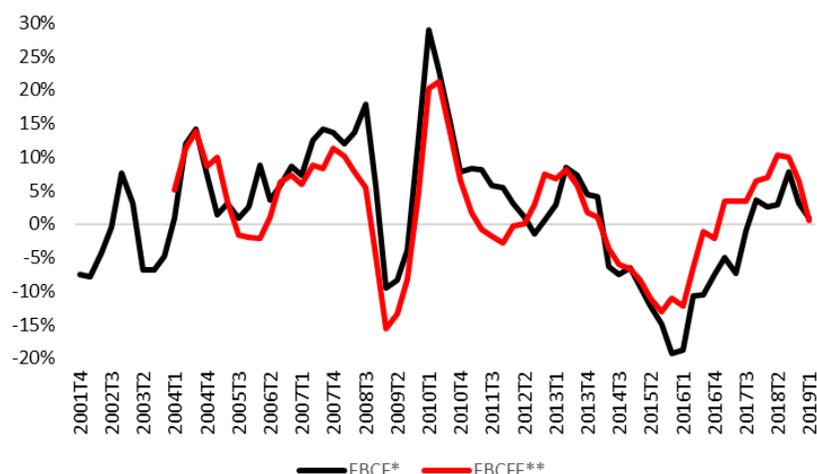
² Fonte: Valor Econômico

³ Fonte: Valor Econômico



APÊNDICE

Figura A1. Modelo Econométrico – Comparação entre as variáveis de investimento – atual e projetada



Fonte: estimativas Santander.

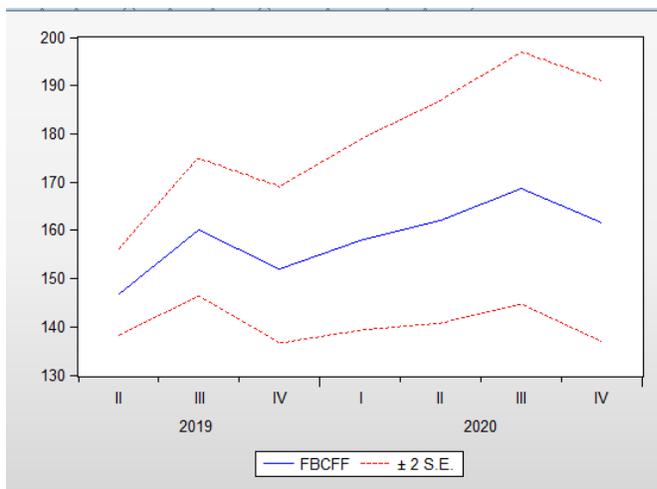
*FBCF: Formação Bruta de Capital Fixo.

Figura A2. Modelo Estimado

Dependent Variable: DLOG(FBCF)				
Method: Least Squares				
Date: 06/06/19 Time: 17:35				
Sample (adjusted): 2003Q1 2019Q1				
Included observations: 65 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOG(CONCESSAO_BNDES)	0.024436	0.013288	1.838907	0.0710
DLOG(NUCI)	1.826309	0.264391	6.907595	0.0000
DLOG(JUROR(-2))	-0.041981	0.025953	-1.617546	0.1112
@SEAS(1)	0.006826	0.018535	0.368258	0.7140
@SEAS(2)	-0.013978	0.011218	-1.245997	0.2178
@SEAS(4)	-0.101068	0.011314	-8.933030	0.0000
C	0.031889	0.007886	4.043871	0.0002
R-squared	0.753378	Mean dependent var	0.003916	
Adjusted R-squared	0.727866	S.D. dependent var	0.056400	
S.E. of regression	0.029422	Akaike info criterion	-4.112710	
Sum squared resid	0.050208	Schwarz criterion	-3.878545	
Log likelihood	140.6631	Hannan-Quinn criter.	-4.020317	
F-statistic	29.52967	Durbin-Watson stat	1.819149	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fonte: estimativas Santander.

Figura A3. Projeção Formação Bruta de Capital Fixo



Fonte: estimativas Santander.

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2019 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados