

<b>Título</b>	<b>Financiamento do Setor Elétrico: desafios e novos caminhos (parte 1 de 2)</b>
<b>Veículo</b>	<b>Canal Energia</b>
<b>Data</b>	<b>03 setembro 2018</b>
<b>Autores</b>	<b>Claudio J. D. Sales e Richard Hochstetler</b>

**CanalEnergia**.com.br

NEGÓCIOS E EMPRESAS FINANÇAS E RI - 3 de setembro de 2018

## Financiamento do Setor Elétrico: desafios e novos caminhos (parte 1 de 2)

Historicamente, a dificuldade de financiamento foi a principal razão para a criação das estatais brasileiras de geração, transmissão e distribuição em meados do século passado

A geração, transmissão e distribuição de energia elétrica são atividades intensivas em capital. Grandes investimentos em terrenos, instalações, máquinas, equipamentos e serviços são necessários para fornecer energia elétrica. Isso significa que a prestação do serviço de energia elétrica é fortemente impactada pelo custo da obtenção de recursos financeiros e por sua disponibilidade no tempo.



ARTIGO

CLAUDIO SALES E RICHARD HOCHSTETLER, DO  
ACENDE BRASIL

Membros do Instituto Acende Brasil

[VER TODOS OS ARTIGOS DESTA AUTOR](#)

Historicamente, a dificuldade de financiamento foi a principal razão para a criação das estatais brasileiras de geração, transmissão e distribuição em meados do século passado. Décadas depois, o comprometimento da capacidade financeira governamental induziu as privatizações e a procura por investimentos privados. Nesta mesma direção, em 2004 foram introduzidos os leilões de geração e transmissão de energia proporcionando contratos de longo prazo para facilitar o “*Project Financing*” (contratos garantidos pela receita futura do projeto).

Não obstante décadas de evolução, o financiamento do setor elétrico continua complexo e, quando se compara o Brasil a outros países, ficam evidentes os aspectos que mais nos penalizam.

O Banco Mundial, no relatório “*Doing Business 2016*”, situou o Brasil na 116ª posição entre os 189 países avaliados, sendo que o segundo fator que mais afetou nossa péssima classificação foi a dificuldade para obtenção de crédito. De forma sucinta, os estudos indicam a necessidade de aprimoramento do mercado financeiro brasileiro.

Com esta motivação, o Instituto Acende Brasil elaborou o *White Paper 20 – Financiamento do Setor Elétrico: Desafios e Novos Caminhos* (disponível em [www.acendebrasil.com.br/estudos](http://www.acendebrasil.com.br/estudos)), cujas principais análises e conclusões relatamos neste artigo.

## Principais Causas

São quatro as principais causas do problema de financiamento no Brasil: a baixa taxa de poupança, o efeito “crowding out”, a instabilidade macroeconômica e o risco regulatório.

A sociedade brasileira poupa pouco. Em termos agregados, a taxa de poupança da economia brasileira soma meros 15,8% do Produto Interno Bruto (PIB), muito abaixo da média mundial de 24,5% e abaixo também dos 18% da média da América Latina e Caribe.

A segunda grande causa dos problemas de financiamento decorre do chamado efeito “crowding out”. Os investimentos em infraestrutura precisam competir por recursos financeiros com um concorrente muito maior e mais poderoso, que abocanha a maior parte da poupança doméstica: os governos. Quando o governo amplia seus dispêndios, há duas formas de custeá-los: pela tributação ou pela emissão de títulos públicos. A primeira eleva a tributação, reduzindo o lucro das empresas, e a segunda reduz a disponibilidade de crédito e eleva a taxa de juros.

Uma parcela muito elevada da captação de recursos pelo Tesouro Nacional se faz na forma de títulos a taxas flutuantes. São as LFTs, Letras Financeiras do Tesouro, indexadas à taxa Selic. Esses títulos são pós-fixados, com base na taxa de juros diária do mercado interbancário, o que torna muito difícil para o setor privado competir com esses ativos, já que para investimentos em infraestrutura é imprescindível a obtenção de uma parcela substancial dos financiamentos com taxas pré-fixadas e de longa duração.

Outra manifestação do “crowding out” se dá via direcionamento e crédito por meio de linhas especiais que são administradas por bancos públicos e fundos de desenvolvimento regionais ou setoriais. Ao final de 2017 o saldo das operações de crédito direcionado representou quase a metade do mercado de crédito no país: R\$ 1,511 bilhões, comparado aos R\$ 1,553 bilhões de “crédito livre”. O crédito direcionado reduz a eficácia da política monetária pois a taxa base da economia estabelecida pelo Banco Central passa a afetar apenas uma fração do mercado de crédito. Isso significa que, para atingir um determinado nível de contração monetária, a elevação dos juros requerida é mais elevada.

A terceira grande causa das dificuldades de financiamento é a instabilidade macroeconômica, que exerce forte influência sobre o mercado financeiro, provocando maior volatilidade das taxas de juros. Cada vez que a economia sofre um “choque” macroeconômico, o Banco Central precisa ajustar a política monetária para manter a inflação sobre controle. Estes ajustes monetários são realizados por meio de compra ou venda de títulos públicos para reduzir ou aumentar a oferta de moeda em circulação, o que altera a disponibilidade de crédito na economia e, conseqüentemente, a taxa de juros.

O governo tem buscado uma solução estrutural para o financiamento via: (1) redução do crédito direcionado; (2) redução dos subsídios; e (3) promoção do mercado de capitais. Dentre as medidas tomadas nessa direção, a mais emblemática foi a substituição da TJLP, fortemente subsidiada, pela TLP, que passa a ser determinada pelo mercado com base na taxa média trimestral dos leilões de títulos públicos, viabilizando assim uma concorrência entre instituições financeiras.

No longo prazo o efeito dessas medidas será positivo mas, no curto prazo é fonte de grande ansiedade para o setor elétrico brasileiro pois, durante o período da transição, pode ocorrer interrupção das linhas de financiamento. Além disso, resta ainda uma “herança” da TJLP – que era definida discricionariamente em reuniões trimestrais do Conselho Monetário e que teve em 2014/2015 uma mudança radical no seu padrão de fixação – que tem imposto perdas bilionárias aos projetos contratados nos leilões e financiados a TJLP.

Uma terceira consequência dos problemas relatados anteriormente é a fragilização da estrutura de capital das empresas reguladas. Esse fenômeno é mais fortemente sentido pelas empresas distribuidoras que, nos últimos 7 anos, têm sofrido com os efeitos de uma regulação tarifária demasiadamente austera. Em 2011, a relação da dívida como proporção da capacidade de geração de caixa das distribuidoras (Dívida Líquida/LAJIDA) era de 2,7 vezes. Essa relação foi sempre crescente nos anos seguintes e, em 2017, chegou a 10,4 vezes. A gravidade desse problema é atestada por um estudo recente do Banco Mundial que concluiu que a definição das tarifas de empresas reguladas em níveis insuficientes é a maior ameaça à sustentabilidade do setor elétrico em países emergentes.

\*\*\*

Uma segunda parte desse artigo será publicada amanhã. O foco será concentrado nas particularidades das diferentes formas de financiamento e em medidas para melhorar o financiamento do setor via promoção da estabilidade macroeconômica, mitigação do risco regulatório e inovações no mercado de capitais.

***Claudio J. D. Sales e Richard Hochstetler são do Instituto Acende Brasil ([www.acendebrasil.com.br](http://www.acendebrasil.com.br))***