

Revista Brasil Energia Online - 07/03/2018 Os desafios do financiamento da infraestrutura



Claudio Sales e Richard L. Hochstetler

Claudio Sales e Richard L. Hochstetler: os desafios do financiamento da infraestrutura

Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica requerem investimentos bilionários na construção de instalações e na aquisição de máquinas e equipamentos. É por isso que o avanço do setor elétrico está muito atrelado à dinâmica do mercado de capitais

Por Claudio Sales E Richard L. Hochstetler — Última atualização em 7/03/2018



O capital é escasso no Brasil e nossa taxa de poupança é uma das mais baixas do mundo. Para piorar esse quadro, a maior parte dessa limitada poupança acaba sendo abocanhada por um governo gastador, ocasionando o fenômeno definido pelos economistas como ‘*crowding out*’, que dificulta a captação de recursos financeiros pelo setor privado. Quando são adicionados a instabilidade macroeconômica (que tem caracterizado grande parte de nossa história) e os riscos regulatórios de vários setores econômicos, chega-se à nossa realidade atual: uma das maiores taxas de juros no mundo.

É claro que foram obtidos avanços importantes: apesar de hoje a taxa de juros básica do país, dada pela Selic, ter atingido o nível mais baixo da sua história, em comparação com o resto do mundo ainda temos juros muito elevados.

O elevado custo de capital impacta fortemente setores de infraestrutura, como o de energia elétrica. A geração, transmissão e distribuição de energia elétrica requerem investimentos bilionários na construção de instalações e na aquisição de máquinas e equipamentos. É por isso que o avanço do setor elétrico está muito atrelado à dinâmica do mercado de capitais.

Frequentemente ouvimos “especialistas” comentando que a tarifa de energia elétrica no Brasil é “inexplicavelmente” cara dada a abundância de recursos energéticos dos quais dispomos. O que esses especialistas negligenciam ou simplesmente ignoram é o elevado custo do outro grande insumo requerido – o custo do capital.

Se queremos reduzir o custo de nossa infraestrutura é imperativo tomarmos medidas para ampliar a disponibilidade de capital para investimentos. Mas para que isso se concretize precisamos realizar profundas mudanças no setor público a fim de compatibilizar o nível dos dispêndios dos governos com os níveis das receitas públicas. Isso inclui medidas como: a contenção das despesas obrigatórias e vinculadas, a Reforma da Previdência e a privatização de empresas estatais cronicamente deficitárias.

O custo de captação de recursos financeiros também pode ser reduzido com a adoção de medidas para mitigar riscos. Medidas que se incluem nessa arena são: a estabilização macroeconômica, a melhoria da governança institucional e aprimoramentos da regulação setorial.

Já quando se fala em desenvolver um mercado de capitais pujante, é preciso reduzir a dependência em relação ao BNDES como financiador quase exclusivo de empréstimos de longo prazo.

O banco estatal tem desempenhado um papel muito importante no país, mas ficar a mercê de uma única instituição é problemático, pois essa condição acaba sujeitando a oferta de crédito de projetos bilionários à disponibilidade de recursos da instituição, às suas políticas de financiamento e ao seu tempo de processamento.

Neste sentido, as iniciativas visando a promover uma taxa de juros de longo prazo de mercado são promissoras porque a concorrência entre ofertantes de crédito deve beneficiar o mercado financeiro, tornando-o mais ágil e eficiente.

O fomento do desenvolvimento do mercado financeiro envolverá a busca de formas de uso dos recursos do BNDES para alavancar a disponibilidade de crédito. Um passo importante neste sentido já foi dado pelo BNDES com a sua política de subscrição de debêntures incentivadas não absorvidas pelo mercado. Outra forma para alavancar a oferta de crédito seria a securitização das dívidas após a superação da fase mais crítica de implantação dos empreendimentos, liberando recursos do BNDES para novos financiamentos.

O estudo "Financiamento do Setor Elétrico" (disponível em www.acendebrasil.com.br/estudos) examina os fatores que mais desafiam o financiamento de investimentos em energia elétrica, além de apontar caminhos para aprimorar o mercado financeiro e viabilizar financiamentos de longo prazo de forma confiável e a um menor custo.

A evolução do mercado financeiro é crucial para o desenvolvimento dos setores de infraestrutura. Afinal, como diz Robert Shiller, ganhador do Prêmio Nobel de Economia de 2013: *"Finanças não se trata meramente de como ganhar dinheiro. Trata-se de como alcançar nossos mais profundos objetivos e de como proteger os frutos do nosso trabalho. Trata-se de gestão e, em última instância, de como alcançar o bem-estar social que todos desejam."*

Claudio J. D. Sales e Richard Lee Hochstetler são, respectivamente, presidente e diretor de Assuntos Econômicos e Regulatórios do Instituto Acende Brasil

Já em relação aos desafios de coerência, uma pergunta é crucial: “o risco capturado pela metodologia estaria adequado ao risco vivido pelas distribuidoras?” Alguns argumentam que não, e uma defesa para essa tese é expressa pelos “Betas” (parâmetros que expressam volatilidade no modelo CAPM) computados no Reino Unido para diversos setores regulados, que ficaram entre 0,90 e 1,00, maiores que o Beta de 0,72 calculado pela Aneel. Seria a distribuição de eletricidade no Brasil menos volátil que setores regulados no Reino Unido?

O WACC submetido à audiência pública para o período 2018-2020 é de 7,71%, em termos reais e após os impostos, o que implica queda em relação ao WACC anterior de 8,09%. Faria sentido, neste momento, diminuir o WACC, considerando os desafios futuros das distribuidoras?

Como o WACC da distribuição de eletricidade no Brasil já é um dos menores entre vários setores e diversos países, uma redução do seu valor em 2018 parece estar na contramão da necessidade de investimentos crescentes, inclusive para cumprir as metas de qualidade de serviço impostas pela mesmo Aneel.

A queda do WACC de 8,09% para 7,71% implicaria queda média de apenas 0,3% da tarifa, mas representaria perda de 3% do EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization*) regulatório do setor. Estamos falando de uma perda anual de cerca de R\$ 400 milhões em EBITDA, ou cerca de R\$ 3 bilhões a menos em investimentos.

O diretor da Aneel que presidiu a audiência pública declarou que os “*stakeholders*” envolvidos no processo tarifário têm o papel de “pesar os prós e contras” e ajudar a Aneel a decidir. Disse ainda que a decisão “envolve *‘trade off’*, envolve escolha”. Pois essa escolha parece ter sido clara para a maioria dos participantes da audiência pública, inclusive para vários representantes de consumidores.

Diversos representantes de conselhos de consumidores defenderam a manutenção do WACC atual “pensando ‘lá na frente’, e não só no momento atual”, porque “esse pequeno aumento na conta ... seguramente poderá trazer benefícios no médio e longo prazo bem maiores ... porque precisamos de investimentos na distribuição”.

Estaria o consumidor disposto a perder qualidade por uma tarifa 0,3% menor, que representaria 30 centavos para uma conta de 100 reais?

A redução do WACC neste momento é incompatível com o papel esperado das distribuidoras nacionais. Este momento deveria ser usado para estimular investimentos, melhorar o serviço e modernizar as redes. Se esses objetivos forem considerados, a resposta ao dilema da Aneel parece ser auto-evidente.

*** Claudio J. D. Sales e Eduardo Müller Monteiro são presidente e diretor Executivo do Instituto Acende Brasil (www.acendebrasil.com.br)**