

<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.

A quarta causa são os riscos regulatórios, sendo que muitos desses riscos decorrem de falhas na concepção dos projetos, antes mesmo de serem outorgados aos empreendedores. É o que concluiu um estudo do Banco Mundial (2017) que examinou a origem das ineficiências na provisão de infraestrutura no Brasil. São problemas como falhas nos projetos básicos, estudos de viabilidade deficientes, lacunas no levantamento de riscos potenciais do projeto e de medidas a serem tomadas para evitar interrupções ou atrasos durante a implementação.

Enfim, trata-se de um conjunto de problemas que se traduzem em riscos para o empreendedor, que são considerados pelos financiadores elevando o custo de captação. Por essas mesmas razões, o “*Project Finance*” – modalidade de financiamento que depende da previsibilidade do fluxo de caixa – frequentemente se torna inviável para agentes privados.

O Banco Mundial aponta também que, apesar de as agências reguladoras serem formalmente independentes no Brasil, sua gestão acaba sofrendo interferência política. A indicação de muitos diretores das agências nos últimos anos tem sido pautada por interesses políticos, com pouco apreço pelas qualificações técnicas dos candidatos. Isso reduz a qualidade da liderança das agências, compromete sua independência e eleva a percepção de insegurança quanto às decisões das agências.

### **Consequências**

A baixa taxa de poupança no Brasil, a elevada necessidade de financiamento da União e a instabilidade macro e microeconômica são problemas que produzem, como primeira consequência, a elevação do custo de capital, fazendo com que o Brasil apresente uma das mais elevadas taxas de juros do mundo. Segundo *The Economist* (2017), numa relação de 50 países em ordem crescente da taxa de juros de longo prazo, o Brasil é o penúltimo, superado apenas pela Turquia. Além disso, o “spread” exigido pelos bancos também é muito alto, encarecendo ainda mais os financiamentos.

Uma segunda consequência derivada desses problemas é a baixa disponibilidade de financiamento de longo prazo.

Empreendimentos que não se encaixam na política de concessão de créditos das instituições oficiais não teriam competitividade diante dos que recebem o crédito subsidiado. Esse problema tem sido um entrave para projetos de geração de energia voltados ao Ambiente de Contratação Livre. Agentes do setor acreditam que esse entrave seja contornável, por meio de contratação futura, estruturada com uma janela móvel de tempo, ou ainda por meio de garantias corporativas mas, até o presente, ainda não se tem uma solução definitiva para o problema.

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))***