

Valor Econômico

Mitos e verdades sobre indexadores de preços

Por **Claudio J. D. Sales**

Índices de correção de tarifas despertam especial interesse da opinião pública. Nessa discussão ganham maior espaço os serviços públicos regulados de energia elétrica e telefonia, setores que compõem parcela considerável dos orçamentos familiares e empresariais.

O Ministério da Fazenda dedica muita atenção ao tema porque os preços dos serviços ditos "administrados" impactam os índices inflacionários futuros, o que afeta a meta da inflação perseguida pelo Banco Central. No caso da eletricidade, o Ministério de Minas e Energia tem estudado há algum tempo a adequação de índices gerais como IGP-M e IPCA para reajustes de contratos. Tem conduzido também um projeto que trata da possibilidade de adoção de um índice setorial.

O assunto é muito caro aos investidores privados. Como as percepções sobre a realidade de indexadores têm sido heterogêneas, a **Câmara Brasileira de Investidores em Energia Elétrica (CBIEE)** contratou um estudo técnico sobre índices de reajuste em contratos de energia.

O estudo destrói mitos e consolida algumas teses importantes.

O primeiro mito destruído é o da "teoria da conspiração" para a escolha do indexador no processo da privatização das empresas elétricas. A lenda diz que a escolha do IGP-M foi uma manobra para beneficiar empresas privadas. Em primeiro lugar, 34% da distribuição de energia ainda é estatal. Em segundo lugar, a mesma metodologia é aplicada pela Aneel às revisões e reajustes tarifários de distribuidoras estatais e privadas. Em terceiro, o IGP-M incide apenas sobre uma parte da tarifa (a chamada parcela B) e, mesmo assim, sua incidência tem sido sensivelmente afetada pelo "fator X", elemento amortecedor do reajuste.

No segundo mito argumenta-se que o IGP-M foi escolhido porque se sabia, a priori, que este indexador garantiria ganhos aos investidores. A análise prova o contrário: o período que envolve 15 das 19 privatizações de distribuidoras é exatamente aquele em que o IGP-M foi superado pelo IPCA. A única tese que faria sentido seria a de que o governo da época quis proteger os consumidores.

O terceiro mito que submergiu foi o da convergência dos diferentes índices inflacionários, o que implicaria dizer que "não é importante, no longo prazo, a escolha do índice", e que toda a controvérsia sobre tal escolha é irrelevante. Apesar de ser possível escolher cenários específicos que apoiariam tal tese, constatou-se que são possíveis expressivos descasamentos entre a correção de receitas e de passivos, o que pode inviabilizar ora o equilíbrio econômico-financeiro dos consumidores, ora o das empresas.

O conceito de descasamento entre receitas e passivos é central para a discussão de indexadores. Com base nele, foram usados dois tipos de análise para estudar esse risco: histórica e econométrica. Provou-se com a análise histórica que, para certas janelas de tempo, descasamentos entre IPCs (índices de preço ao consumidor) e IGPs (índices gerais de preços) ultrapassam os 40%, gerando grandes perdas para uma das partes. E o modelo econométrico desenvolvido ratificou a falta de base teórica para o argumento da convergência.

Reajuste por um índice setorial é um engano, já que 70% dos 'custos reais' do investidor são referentes ao capital

Outro conceito importante quando se discute indexadores é a financiabilidade. Como 70% do capital usado nos projetos do setor é viabilizado por financiamentos, faz sentido perguntar quais indexadores são vistos como mais adequados pelos financiadores.

Numa simulação baseada no comportamento histórico de indexadores em contratos superiores a cinco anos, é possível observar que o descasamento entre IPCA e IGP-M pode provocar queda de até 2% num contrato cuja rentabilidade inicial era de 12%. Ou seja: uma perda de 16% de rentabilidade.

Os financiadores têm esse risco bem identificado e o precificam nos contratos. Nosso estudo usou dois métodos para quantificá-lo.

No primeiro método recorreu-se ao mercado de títulos de renda fixa e constatou-se que o juro real sobre títulos indexados ao IGP-M é inferior ao juro real sobre títulos indexados ao IPCA, denotando a maior expectativa em relação à capacidade de proteção nominal do IGP-M e, portanto, o custo de se trocar uma indexação ao IGP-M por uma indexação ao IPCA.

No segundo método usou-se o mercado de derivativos para modelar uma aproximação do que seria o custo de uma troca de indexadores. Para contratos superiores a oito anos, o custo da troca de IGP-M para o INPC (índice com comportamento muito semelhante ao IPCA, principalmente após o Plano Real) seria de 1,5% ao ano. Para contratos mais curtos o custo chega a ser de 2,6%.

Finalmente abordamos a questão do índice setorial. Muitos defendem a idéia de que contratos deveriam ser reajustados de acordo com os "custos reais" incorridos pelo investidor. A primeira falácia conceitual aparece quando se ignora que 70% desses custos têm a ver com o custo de capital.

Nos outros 30% restantes, detalhamos uma extensa lista de problemas para sua apuração, dos quais se destacam: complexidade e heterogeneidade dos custos, introdução de sinal inadequado para comportamento eficiente (já que os custos seriam repassados automaticamente), e risco de contestações jurídicas no caso de subestimação/superestimação dos custos.

As conclusões do estudo nos permitem fazer duas recomendações: 1) o índice setorial deve ser abandonado porque não precisamos de mais um fator de risco nem de mais um custo a ser assumido pelo consumidor (afinal, quem você acha que pagará pela sua apuração e por seus efeitos negativos?); 2) o IGP-M, índice consagrado no mercado financeiro, deve ser mantido como indexador para minimizar descasamentos, favorecendo a modicidade tarifária, facilitando a financiabilidade e garantindo a expansão da oferta de energia ao menor custo possível.